

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Analýza finanční výkonnosti vybraného podniku a odvětví v ČR na bázi ukazatele EVA

Analysis of the Financial Performance of the Selected Enterprise and Sector in the CR on the
Basis of EVA Measurement

Student: Bc. Eva Solařová

Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2012

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra financí

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Eva Solařová**

Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor: 6202T010 Finance

Specializace: 00 Finance

Téma: **Analýza finanční výkonnosti vybraného podniku a odvětví v ČR na bázi ukazatele EVA**
Analysis of the Financial Performance of the Selected Enterprise and Sector in the CR on the Basis of EVA Measurement

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Popis metodiky hodnocení finanční výkonnosti podniku a odvětví
 3. Charakteristika vybraného podniku a odvětví
 4. Analýza podniku a odvětví pomocí vybraných indikátorů a jejich srovnání
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování*. 1. vyd. Ostrava: VŠB-TU Ostrava, 2004. 640 s. ISBN 80-248-0669-X.

MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová**

Datum zadání: 25.11.2011

Datum odevzdání: 27.04.2012



Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.

V Ostravě dne

.....

Obsah

1 Úvod	5
2 Popis metodiky hodnocení finanční výkonnosti podniku a odvětví	6
2.1 Podniková výkonnost	6
2.2 Ukazatele měření výkonnosti	7
2.2.1 Účetní ukazatele výkonnosti	7
2.2.2 Ekonomické ukazatele výkonnosti	8
2.2.3 Tržní ukazatele výkonnosti	9
2.3 Finanční analýza	10
2.3.1 Horizontální analýza	10
2.3.2 Vertikální analýza	11
2.3.3 Poměrová analýza	11
2.3.3.1 Ukazatele rentability	11
2.3.3.2 Ukazatele likvidity	13
2.3.3.3 Ukazatele aktivity	15
2.3.3.4 Ukazatele zadluženosti	17
2.3.3.5 Ukazatele kapitálového trhu	18
2.4 Souhrnné modely hodnocení finanční situace podniku	18
2.4.1 Altmanův model	19
2.4.2 Beaverův model	20
2.4.3 Taflerův model	21
2.4.4 Kralickuv Quick-test	21
2.4.5 Indexy IN dle Inky a Ivana Neumaierových	22
2.5 EVA jako měřítko finanční výkonnosti	24
2.5.1 Výpočet ukazatele EVA	25
2.5.2 Náklady na celkový investovaný kapitál	27
2.5.2.1 Náklady na cizí kapitál	27
2.5.2.2 Náklady na vlastní kapitál	28
2.6 Analýzy odchylek	31
2.7 Analýza citlivosti	34
3 Charakteristika vybraného podniku a odvětví	35
3.1 Základní identifikační údaje společnosti	35
3.2 Profil společnosti	35

3.3 Analýza rozvahy společnosti PRO.MED.CS Praha a.s.....	36
3.4 Analýza výkazu zisku a ztráty společnosti PRO.MED.CS Praha a.s.	40
3.5 Charakteristika farmaceutického průmyslu	42
4 Analýza podniku a odvětví pomocí vybraných indikátorů a jejich srovnání	44
4.1 Analýza finančních poměrových ukazatelů vybraného podniku	44
4.1.1 Analýza ukazatelů rentability	44
4.1.2 Analýza ukazatelů likvidity	46
4.1.3 Analýza ukazatelů aktivity	47
4.1.4 Analýza ukazatelů zadluženosti	48
4.2 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně vybraného podniku	50
4.2.1 Altmanovo Z-skóre	51
4.2.2 Kralickuv Quick-test	51
4.2.3 Index IN05.....	53
4.3 Analýza finanční výkonnosti podniku na bázi ukazatele EVA.....	54
4.3.1 Stanovení nákladu kapitálu podniku	54
4.3.2 Výpočet ukazatele EVA-Equity podniku	56
4.3.3 Pyramidový rozklad ukazatele EVA-Equity analyzovaného podniku	57
4.3.3 Analýza citlivosti ukazatele EVA	60
4.4 Analýza finanční výkonnosti odvětví na bázi ukazatele EVA	63
4.5 Srovnání vybraných indikátorů podniku a odvětví.....	65
4.6 Celkové zhodnocení.....	68
5 Závěr	72
Seznam použité literatury	74
Seznam zkratk	77
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
Seznam příloh	

1 Úvod

Řízení a měření finanční výkonnosti je podstatnou a nezbytnou složkou všech podnikových činností. Podniky a jejich chování v současnosti stále více ovlivňují globalizační trendy, přístupnost a otevírání nových trhů a konkurence. Jednotlivé přístupy k měření finanční výkonnosti jsou neustále modifikovány a procházejí postupným vývoje. Vedle tradičních ukazatelů finanční výkonnosti se do popředí zájmu dostávají především moderní ekonomické ukazatele. Stále větší důraz je v ekonomické teorii i praxi kladen zejména na ukazatel EVA, který publikovala počátkem 90. let 20. století americká poradenská společnost Stern Steward & Co. Tento moderní ukazatel EVA vznikl především s cílem motivovat manažery k orientaci na růst hodnoty pro vlastníka.

Cílem diplomové práce je provést analýzu finanční výkonnosti vybraného podniku, kterým je PRO.MED.CS Praha a.s. a odvětví v němž tento podnik působí, tedy farmaceutického průmyslu v ČR na bázi ukazatele EVA za sledované účetní období 2006 až 2010 a jejich srovnání.

Kromě úvodu a závěru je diplomová práce rozdělena do tří hlavních kapitol.

Druhá kapitola diplomové práce je zaměřena na popis metodiky hodnocení finanční výkonnosti podniku a odvětví. Jejím obsahem je stručná charakteristika podnikové výkonnosti a vybraných ukazatelů finanční analýzy. Pozornost je věnována také souhrnným modelům hodnocení finanční výkonnosti, ukazateli EVA, stanovení nákladů na celkový kapitál a analýzám odchylek.

Třetí kapitola je blíže zaměřena na charakteristiku společnosti PRO.MED.CS Praha a.s. a farmaceutického průmyslu. U akciové společnosti PRO.MED.CS Praha je navíc provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty za sledované účetní období 2006 – 2010.

Ve čtvrté kapitole je provedeno hodnocení finanční výkonnosti vybraného podniku ve sledovaném období 2006 až 2010 pomocí tradičních poměrových ukazatelů a souhrnných modelů hodnocení finanční úrovně podniku. Následně je stanoven ukazatel EVA podniku na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí za analyzované období, u nějž jsou vlivy dílčích ukazatelů sledovány pomocí pyramidového rozkladu. Navíc je zde provedena také analýza citlivosti ukazatele EVA. Ukazatel EVA-Equity je v letech 2006 až 2010 stanoven také v rámci odvětví, ve kterém podnik působí. Na závěr je provedeno srovnání vybraných indikátorů podniku a odvětví a celkové zhodnocení dosažených výsledků.

2 Popis metodiky hodnocení finanční výkonnosti podniku a odvětví

Tato kapitola je věnována popisu metodiky hodnocení finanční výkonnosti. Blíže se zabývá teoretickým pojetím výkonnosti podniku a finanční analýzy. Dále jsou v kapitole zpracovány teoretická východiska souhrnných modelů hodnocení výkonnosti a ekonomické přidané hodnoty, jakožto měřítka finanční výkonnosti.

Zpracování kapitoly vychází především z publikací Dluhošová a kol. (2010), Dluhošová a kol. (2004), Kislingerová a kol. (2007), Mařík, Maříková (2005), Neumaier, Neumaierová (2002), Pavelková, Knápková (2009), Valach a kol. (1999), Zmeškal a kol. (2004).

2.1 Podniková výkonnost

Za jeden z klíčových cílů finančního řízení podniků lze obecně označit růst výkonnosti podniku. Pod pojmem podniková výkonnost se všeobecně skrývá schopnost podniku co možná nejlépe zhodnotit prostředky jím vložené do podnikatelských aktivit.

Konkurenční tržní odvětví, globalizační trendy a otevírání nových trhů vysoce ovlivňují změny podnikatelského prostředí. Z tohoto důvodu je pro každý podnik nesmírně důležité využít a především dlouhodobě udržet svou konkurenční výhodu. Jak uvádí Pavelková, Knápková (2009, str. 13) „*Úspěšně se mohou rozvíjet pouze ty subjekty, které reagují na měnící se podmínky podnikání, sledují a průběžně vyhodnocují úroveň výkonnosti a usilují o její trvalé zvyšování.*“. Stále větší pozornost je tak věnována pojmem jako je výkonnost podniků, měření výkonnosti a řízení hodnoty podniků.

Na výkonnost podniku lze ovšem nahlížet z pohledu různých subjektů, a tedy rozdílně. Jak již bylo zmiňováno výše, z pohledu vlastníků jde především o návratnost vložených prostředků. Naproti tomu zákazník může hodnotit výkonnost podniku dle uspokojení svých potřeb na konkrétní výrobek či službu (cena, rychlost dodání apod.). Z pozice dodavatelů a bank se jedná zejména o schopnost podniku dostát svým závazkům. Zaměstnanci mohou výkonnost podniku hodnotit například podle velikosti finančního ohodnocení (mzdy) a pracovních podmínek atd.

Jsou to však právě vlastníci, kteří vkládají do podniku prostředky a podstupují tak největší riziko samotného podnikání. Z tohoto důvodu je jim také v moderním pojetí řízení a měření výkonnosti prisuzována největší váha a označují se jako Shareholders (Shareholder

Value). Druhou, větší skupinu tvoří tzv. Stakeholders (Stakeholder Value), neboli zainteresované strany, k nimž patří nejen vlastníci, ale i např. potencionální vlastníci (akcionáři), dodavatelé, zaměstnanci, věřitelé a zákazníci. Z dlouhodobého hlediska je důležité maximalizovat Shareholder Value, protože jedině tak lze dosáhnout zvýšení Stakeholder Value. Všem zainteresovaným skupinám sice záleží na dlouhodobé existenci a dobré situaci podniku, ovšem každý z nich sleduje své zcela odlišné cíle. Každý Stakeholder posuzuje hodnotu podniku podle výše zhodnocení své investice, kterou do podniku vložil a porovnává ji s alternativními výnosy. Jako první jsou vypláceni Stakeholders, teprve částka, která zbude (zisk či ztráta), připadá vlastníkům.

Vznik teorie řízení hodnoty (Shareholder Value) se datuje do 80. let 20. století v USA. Její rozmach je v tomto období spatřován zejména ve vývoji firemních převzetí. S přibližně pětiletým zpožděním je tento trend patrný také na evropském kontinentu. V USA je kladen důraz zejména na zvyšování hodnoty pro vlastníky (Shareholder Value), kdežto v Evropě je podnik pojímán jako koalice (Stakeholder Value), viz Neumaier, Neumaierová (2002).

2.2 Ukazatele měření výkonnosti

Podle síly vlivu působení finančních trhů a míry přechodu od účetních k tržním hodnotovým kategoriím lze rozdělit ukazatele měření výkonnosti na účetní, ekonomické a tržní. Jako první se od poloviny 80. let 20. století začaly používat účetní ukazatele, viz Dluhošová a kol. (2010).

2.2.1 Účetní ukazatele výkonnosti

Účetními ukazateli výkonnosti jsou čistý zisk, zisk před úroky a zdaněním, zisk před úroky, zdaněním a odpisy a zisk na akcii, dále zde patří poměrové ukazatele, kterými jsou rentabilita celkových aktiv, rentabilita vlastního kapitálu a rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu.

Čistý zisk (*EAT, Earnings after Taxes*) je zisk po zdanění, tedy zisk, jenž je určen k rozdělení. Právě způsob rozdělení zisku může významně ovlivnit vývoj hodnoty podniku v budoucnu. **Zisk před úroky a zdaněním** (*EBIT, Earnings before Interest and Taxes*) se skládá ze *zisku před zdaněním* (*EBT, Earnings before Taxes*) a nákladových úroků, neovlivňuje jej tedy způsob financování ani daně a proto je též vhodný pro porovnání výkonnosti mezi různými obdobími i podniky z ostatních zemí. **Zisk před úroky, zdaněním a odpisy** (*EBITDA, Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) lze využít

při srovnání výkonnosti podniků bez ohledu na politiku odpisování, výši investic a souvisejících odpisech, viz Pavelková, Knápková (2009). **Zisk na akcii (EPS, Earnings per Share)** vyjadřuje poměr čistého zisku po zdanění k celkovému počtu kusů kmenových akcií. Růst ukazatele značí vyšší cenu akcií, což vede k růstu hodnoty podniku.

Rentabilita celkových aktiv (ROA, Return on Total Assets) poměří zisk k celkovým aktivům, které jsou vkládány do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou získávány. Porovnáním ROA s náklady na celkový kapitál podniku lze posoudit, zda dochází k růstu či snižování hodnoty podniku. **Rentabilita vlastního kapitálu (ROE, Return on Equity)** vyjadřuje výnosnost vlastního kapitálu. Tento ukazatel je významný zejména pro vlastníky, neboť ukazuje, zda jejich kapitál přináší dostatečný zisk s ohledem na podstupované riziko. **Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE, Return on Capital Employed)** určuje výnosnost vlastního a dlouhodobého cizího kapitálu. Tento ukazatel je vhodný pro mezipodnikové porovnání, viz Dluhošová a kol. (2010).

Klady a zápory vybraných účetních ukazatelů výkonnosti zachycuje následující Tab. 2.1.

Tab. 2.1 Účetní ukazatele výkonnosti

Ukazatel	Zisk na akcii	Rentabilita vlastního kapitálu	Rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu
Zkratka	EPS	ROE	ROCE
Silné stránky	Historická data, jednoduchost.	Jednoduchý koncept.	Jednoduchý koncept.
Slabé stránky	Nezahrnuje faktor rizika. Snadná manipulovatelnost. Nezahrnuje náklady na vlastní kapitál.	Účetní ukazatel, nezahrnuje proto faktor rizika, omezen do jednoho roku, aby byl významný, musí být porovnán s požadovanou výnosností.	Malá propojenost (spojitost) s tvorbou hodnoty. Nezahrnuje faktor rizika.

Zdroj: Dluhošová, Dana a kol. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: Ekopress, 2010. str. 24

2.2.2 Ekonomické ukazatele výkonnosti

Na rozdíl od účetních ukazatelů výkonnosti, ekonomické ukazatele počítají s veškerými náklady na investovaný kapitál, berou v úvahu riziko i časový horizont. Ekonomickými ukazateli výkonnosti jsou čistá současná hodnota, ekonomická přidaná hodnota a ukazatel CF z investic.

Čistá současná hodnota (NPV, Net Present Value) vyjadřuje rozdíl mezi volnými peněžními toky plynoucími z realizovaného projektu, které jsou diskontovány na současnou hodnotu a počátečními jednorázovými výdaji. **Ekonomická přidaná hodnota (EVA,**

Economic Value Added) zohledňuje při hodnocení výkonnosti nejen náklady na cizí kapitál, ale počítá i s náklady na vlastní kapitál. Vychází z konceptu tzv. ekonomického zisku. Blíže je o ukazateli EVA pojednáno v podkapitole 2.5. **CF z investic (CFROI, Cash flow Return on Investment)** se zjistí jako průměrné vnitřní výnosové procento podnikových investic. Výsledná hodnota vnitřního výnosového procenta se porovnává s váženými průměrnými náklady na kapitál (*WACC, Weighted Average Costs of Capital*). Jestliže CFROI je větší než WACC znamená to, že podnik tvoří hodnotu, viz Dluhošová a kol. (2010).

Silné a slabé stránky ekonomických ukazatelů výkonnosti jsou zachyceny v následující Tab. 2.2.

Tab. 2.2 Ekonomické ukazatele výkonnosti

Ukazatel	Čistá současná hodnota	Ekonomický zisk	Cash flow Return on Investment
Zkratka	NPV	EVA	CFROI
Silné stránky	Nejlepší kritérium.	Jednoduchý indikátor vycházející z koncepce WACC.	Není omezen jedním rokem.
Slabé stránky	Obtížné pro výpočet a externí analýzy.	Omezen do jednoho roku. Obtížné pro hodnocení změn v čase.	Komplexní propočet.

Zdroj: Dluhošová, Dana a kol. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: Ekopress, 2010. str. 24

2.2.3 Tržní ukazatele výkonnosti

Tržními ukazateli výkonnosti je hodnocena výkonnost podniku z pohledu trhu. Do kategorie tržních ukazatelů výkonnosti patří ukazatel tržní přidaná hodnota a ukazatel tržní výnos akciového kapitálu.

Tržní přidaná hodnota (MVA, Market Value Added) se určí jako rozdíl tržní hodnoty podniku a celkového investovaného kapitálu. Pokud tržní hodnota podniku převyšuje množství investovaného kapitálu, podařilo se podniku vytvořit akcionářskou hodnotu. V opačném případě, pokud je tržní hodnota podniku nižší než investovaný kapitál, došlo ke zničení akcionářské hodnoty. **Tržní výnos akciového kapitálu (TSR, Total Shareholder Return)** se rovná součtu dividendového a kapitálového výnosu. Jde o výnos, kterého dosahují akcionáři z koupě akcií, viz Dluhošová a kol. (2010).

Tab. 2.3 uvedena níže zachycuje výhody a nevýhody zmiňovaných tržních ukazatelů výkonnosti.

Tab. 2.3 Tržní ukazatele výkonnosti

Ukazatel	Tržní přidaná hodnota	Celková výnosnost (výnos) vlastního kapitálu
Zkratka	MVA	TSR
Silné stránky	Mimořádně jednoduchý. Reflektuje spíše celkovou než roční vytvořenou hodnotu.	Reprezentuje tržní výnosnost vlastníků ve středním a dlouhém období.
Slabé stránky	Podřízeno tržní volatilitě. Obtížně aplikovatelné pro nekótované společnosti.	Kalkulováno pro příliš krátké období. Ovlivněno tržní volatilitou.

Zdroj: Dluhošová, Dana a kol. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: Ekopress, 2010. str. 24

2.3 Finanční analýza

Finanční analýza je důležitým nástrojem finančního řízení podniku. Hodnotí současný i minulý stav hospodaření podniku z různých hledisek a napomáhá tak budoucím rozhodnutím. Hlavní úlohou finanční analýzy je tedy komplexní posouzení celkového finančního zdraví podniku.

O finanční údaje podniku se zajímá mnoho subjektů, jimiž jsou nejen podnikový manažeři, ale i například investoři (vlastníci), obchodní partneři, věřitelé (banky), zaměstnanci, státní instituce, konkurence, burzovní makléři, auditoři a odborná veřejnost.

Podle Dluhošové a kol. (2010) lze postup finanční analýzy rozdělit na tři navazující fáze, jimiž jsou diagnóza základních charakteristik finanční situace, hlubší rozbor příčin zjištěného stavu, identifikace hlavních faktorů nežádoucího vývoje a návrh opatření.

Základní informace pro zpracování finanční analýzy poskytují výkazy finančního účetnictví – rozvaha, výkaz zisku a ztráty a přehled o peněžních tocích (cash flow). Dalším zdrojem dat jsou výroční zprávy, burzovní informace, nezávislá hodnocení, vnitropodnikové informace, prognózy, statistiky produkce apod.

Metody finanční analýzy je možné dělit na metody deterministické a metody matematicko-statistické. K deterministickým metodám se řadí horizontální analýza (analýza trendů), vertikální analýza (analýza struktury), vertikálně-horizontální analýza, poměrová analýza, analýza soustav ukazatelů a citlivostní analýza. Do matematicko-statistických metod spadá regresní analýza, diskriminační analýza, analýza rozptylu a testování statistických hypotéz, viz Dluhošová a kol. (2010).

2.3.1 Horizontální analýza

Horizontální analýza sleduje vývoj hodnot jednotlivých položek účetních výkazů v čase, a to jak v absolutním (vzorec (2.1)), tak i relativním (vzorec (2.2)) vyjádření.

Nejčastěji jsou zjišťovány rozdíly meziročně, kdy se porovnávají dvě po sobě jdoucí období. Ze zjištěných časových řad lze odhadovat možný vývoj významných účetních položek do budoucna.

$$\text{Absolutní změna} = U_t - U_{t-1}, \quad (2.1)$$

$$\text{relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} \cdot 100, \quad (2.2)$$

kde U_t je hodnota položky v čase t , t je běžný rok, $t-1$ je předcházející rok.

2.3.2 Vertikální analýza

Pomocí vertikální analýzy se zjišťuje, jak se jednotlivé položky účetních výkazů podílejí na celkové bilanční sumě (zvoleném základu). Používá se zejména při rozboru majetkové a finanční struktury podniku. Obecný zápis vypadá následovně,

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.3)$$

kde U_i je hodnota dílčí položky z účetního výkazu, $\sum U_i$ představuje základnu, tedy součet dílčích položek z daného účetního výkazu.

2.3.3 Poměrová analýza

Poměrová analýza, resp. poměrové ukazatele patří k velmi rozšířeným a hojně využívaným metodám finanční analýzy. Poskytují rychlý a přehledný obraz o základních finančních charakteristikách podniku. Základním zdrojem dat jsou opět výkazy finančního účetnictví (rozvaha, výkaz zisku a ztráty).

Podle jednotlivých oblastí se poměrové ukazatele nejčastěji člení na ukazatele:

- rentability,
- likvidity,
- aktivity,
- zadluženosti,
- kapitálového trhu.

2.3.3.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability (Profitability Ratios) se často nazývají také jako ukazatele výnosnosti či ukazatele návratnosti. Jejich pomocí se měří, jak je v podniku zhodnocován

vázaný kapitál. Jedná se o relativní ukazatele, ovšem lze je vyjádřit i absolutně. V absolutním vyjádření udávají, kolik korun zisku připadá na jednu korunu jmenovatele, jak uvádí Kislingerová a kol. (2007). V čase by se hodnoty těchto ukazatelů měly vyznačovat rostoucím trendem.

Do této kategorie ukazatelů patří ukazatel rentability aktiv, ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů, ukazatel rentability vlastního kapitálu, ukazatel rentability tržeb a ukazatel rentability nákladů.

Ukazatel rentability aktiv (ROA, Return on Assets) poměřuje zisk s hodnotou celkových aktiv podniku. Měří efektivnost investovaného kapitálu, a to bez ohledu na jeho původ financování. Tento ukazatel je někdy označován jako produkční síla a je klíčovým v této skupině ukazatelů. Modifikace tohoto ukazatele, jež při výpočtu nezohledňuje vliv daně ze zisku je matematicky vyjádřena vzorcem (2.4). Tato forma ukazatele rentability aktiv je nejkomplexnější, neboť v čitateli je zisk před zdaněním a nákladovými úroky. Je tedy vhodný v případě, že dochází ke změně sazby daně ze zisku (daň z příjmů právnických osob).

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva} \cdot 100. \quad (2.4)$$

Úprava ukazatele, jež bere v úvahu i daňovou sazbu, viz vzorec (2.5), zahrnuje odměnu nejen vlastníkům, ale i věřitelům.

$$ROA = \frac{EAT + úroky(1 - t)}{aktiva} \cdot 100, \quad (2.5)$$

kde t je sazba daně z příjmů.

Ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů (ROCE, Return on Capital Employed) hodnotí výnosnost dlouhodobě investovaného kapitálu, který vložili akcionáři a věřitelé. Tento ukazatel je vhodný pro mezipodnikové srovnání.

$$ROCE = \frac{EBIT}{dlouhodobé zdroje} \cdot 100, \quad (2.6)$$

kde *dlouhodobé zdroje* představují sumu vlastního kapitálu, rezerv, dlouhodobých závazků a dlouhodobých bankovních úvěrů.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE, Return on Equity) měří výnosnost kapitálu, který do podniku vložili vlastníci (akcionáři). Jak uvádí Valach a kol. (1999), jestliže je hodnota ukazatele ROE dlouhodobě nižší, popřípadě stejná jako výnosnost cenných papírů garantovaných státem (např. průměrný roční výnos z dlouhodobých státních dluhopisů), je podnik prakticky odsouzen k zániku, jelikož pokud investor uvažuje racionálně, požaduje od rizikovější investice vyšší míru zhodnocení.

$$ROE = \frac{EAT}{vlastní\ kapitál} \cdot 100. \quad (2.7)$$

Ukazatel rentability tržeb (ROS, Return on Sales) poměřuje zisk s tržbami, popř. výnosy. Konstrukce ukazatele, kdy v čitateli vzorce je EBIT je vhodná pro mezipodnikové srovnání.

$$ROS_{EBIT} = \frac{EBIT}{tržby} \cdot 100, \quad (2.8)$$

kde *tržby* představují nejčastěji sumu tržeb za prodej zboží a tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb.

Modifikace ukazatele ROS s čistým ziskem v čitateli je ukazatelem tzv. ziskové marže.

$$ROS_{EAT} = \frac{EAT}{tržby} \cdot 100. \quad (2.9)$$

Ukazatel rentability nákladů (ROC, Return on Costs) dává do poměru čistý zisk s provozními náklady. U srovnatelných podniků je vhodné vyhodnotit rentabilitu dílčích nákladů a tu porovnat, jak uvádí Dluhošová a kol. (2010).

$$ROC = \frac{EAT}{provozní\ náklady} \cdot 100. \quad (2.10)$$

2.3.3.2 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity (Liquidity Ratios) měří schopnost podniku platit své závazky. Poměřují aktiva, která jsou směnitelná za peníze s krátkodobými závazky. Ukazatele likvidity jsou absolutními ukazateli.

K ukazatelům likvidity se mimo jiné řadí ukazatel běžné likvidity, ukazatel pohotové likvidity, ukazatel okamžité likvidity, ukazatel čistého pracovního kapitálu a ukazatel podkapitalizování.

Ukazatel běžné likvidity (Current Ratio) poměřuje oběžná aktiva s krátkodobým cizím kapitálem. Udává tedy, kolikrát jsou krátkodobé cizí zdroje podniku pokryty jeho oběžnými aktivy. Tento ukazatel se někdy označuje také jako likvidita III. stupně. Velikost ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí od 1,5 do 2,5 a v čase vykazovat stabilitu, jak tvrdí Dluhošová a kol. (2010).

$$Běžná\ likvidita = \frac{OA}{CK_{KR}}, \quad (2.11)$$

kde OA jsou oběžná aktiva a CK_{KR} je krátkodobý cizí kapitál (suma krátkodobých závazků a krátkodobých bankovních úvěrů a výpomocí).

Ukazatel pohotové likvidity (Quick Ratio) se od předešlého ukazatele liší tím, že vylučuje z oběžných aktiv jejich obecně nejméně likvidní část, tedy zásoby. Čítec je vhodné také upravit o tzv. nedobytné pohledávky, viz Valach a kol. (1999). Tomuto ukazateli se někdy říká likvidita II. stupně. Doporučené rozmezí intervalu je od 1 do 1,5 a hodnoty ukazatele by se v čase měly vyznačovat rostoucím charakterem, jak uvádí Dluhošová a kol. (2010).

$$Pohotov\á\ likvidita = \frac{OA - zásoby}{CK_{KR}}, \quad (2.12)$$

kde do *zásob* se zahrnují suroviny, materiál, polotovary, nedokončená výroba a hotové výrobky.

Ukazatel okamžité likvidity (Cash Ratio), neboli likvidita I. stupně či hotovostní likvidita zahrnuje do čítele zlomku jen nejlikvidnější aktiva, tedy pohotov\é\ platební prostředky. Žádoucí je rostoucí charakter tohoto ukazatele, jak uvádí Dluhošová a kol. (2010). „Doporučená hodnota ukazatele je 0,2.“, viz Kislingerová a kol. (2007, str. 90).

$$Okamžitá\ likvidita = \frac{PPP}{CK_{KR}}, \quad (2.13)$$

kde PPP jsou pohotov\é\ platební prostředky (např. peníze v hotovosti, peníze na běžném účtu, šeky, směnky, krátkodobé cenné papíry).

Ukazatel čistého pracovního kapitálu (Net Working Capital) lze vyjádřit dvěma způsoby. Z krátkodobého pohledu se jedná o rozdíl oběžných aktiv a krátkodobého cizího kapitálu, viz vzorec (2.14). Z dlouhodobého hlediska se čistý pracovní kapitál vypočte jako rozdíl dlouhodobých zdrojů a stálých aktiv, viz vzorec (2.15). Pro ukazatel je příznivý rostoucí vývoj v čase, jak uvádí Dluhošová a kol. (2010).

$$\check{CPK}_{KR} = (OA + ostatní\ A) - (CK_{KR} + ostatní\ P), \quad (2.14)$$

kde \check{CPK}_{KR} je krátkodobý čistý pracovní kapitál, A jsou aktiva a P jsou pasiva.

$$\check{CPK}_{DL} = (VK + CK_{DL}) - SA, \quad (2.15)$$

kde \check{CPK}_{DL} je dlouhodobý čistý pracovní kapitál, VK je vlastní kapitál, CK_{DL} je dlouhodobý cizí kapitál a SA jsou stálá aktiva.

K zajištění likvidity podniku je nutné, aby oběžná aktiva převyšovala krátkodobý cizí kapitál, resp. aby dlouhodobé zdroje byly vyšší než stálá aktiva. Jestliže jsou oběžná aktiva financována dlouhodobými zdroji, dochází k tzv. překapitalizování podniku. V opačném případě, kdy jsou stálá aktiva financována krátkodobým cizím kapitálem, je podnik tzv. podkapitalizován, viz Dluhošová a kol. (2010).

Ukazatel podkapitalizování vychází z podmínky pro finanční rovnováhu podniku, tedy že dlouhodobý majetek podniku je financován dlouhodobými zdroji. V čase by měl vykazovat stabilní trend. Absolutní hodnota ukazatele by neměla být nižší než 1. Pokud toto není splněno, znamená to, že dlouhodobý majetek je z části kryt krátkodobými zdroji, což není pro budoucí vývoj podniku dobré, viz Dluhošová a kol. (2010).

$$Ukazatel\ podkapitalizování = \frac{VK + CK_{DL}}{SA}. \quad (2.16)$$

2.3.3.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity (Activity Ratios) slouží pro řízení aktiv podniku. Pro tuto skupinu jsou charakteristické dvě formy ukazatelů, a sice ukazatele obratu a ukazatele doby obratu. Ukazatele obratu sledují, kolikrát se za rok příslušná položka využije při podnikání, ukazatele doby obratu vyjadřují počet dní, za které se příslušná položka obrátí, jak uvádí Pavelková, Knápková (2009).

Do této skupiny ukazatelů lze zařadit ukazatel obratu celkových aktiv, ukazatel doby obratu aktiv, ukazatel obratu zásob, ukazatel doby obratu zásob, ukazatel doby obratu krátkodobých pohledávek a ukazatel doby obratu krátkodobých závazků.

Ukazatel obratu celkových aktiv (Total Assets Turnover Ratio) dává do poměru tržby k celkovým aktivům a vyjadřuje tím využití celkového majetku. Uplatňuje se při mezipodnikovém srovnání. Rostoucí charakter tohoto ukazatele značí o efektivním využívání majetku podnikem. Výsledek ukazatele udává počet obrátů za rok, viz Dluhošová a kol. (2010).

$$Obrat\ celkových\ aktiv = \frac{tržby}{celková\ aktiva}. \quad (2.17)$$

Ukazatel doby obratu aktiv (Total Assets Turnover) je obrácenou hodnotou předchozího ukazatele a prezentuje počet dní potřebných k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Pro podnik je žádoucí, aby se doba obratu snižovala, viz Dluhošová a kol. (2010).

$$Doba\ obratu\ aktiv = \frac{celková\ aktiva}{tržby} \cdot 360. \quad (2.18)$$

Ukazatel obratu zásob (Inventory Turnover Ratio) udává, kolikrát se během sledovaného roku prodá každá položka zásob a opět naskladní. V případě, že ukazatel vyjde vyšší, než je hodnota uváděná ve srovnání s oborovým průměrem, znamená to, že se v podniku nenachází zbytečné nelikvidní zásoby, které by potřebovaly nadbytečné financování. Obecně platí, že pro podnik je příznivé, když se obrat zásob zvyšuje, viz Kislingerová a kol. (2007).

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}}. \quad (2.19)$$

Ukazatel doby obratu zásob (Inventory Turnover) je opět převrácenou hodnotou předchozího ukazatele. V případě zásob hotových výrobků a zboží udává počet dní, za které se tyto zásoby přemění v peněžní prostředky nebo pohledávky. Žádoucí je, aby se doba obratu zásob snižovala. Aby však zásoby zajišťovaly plynulý provoz výroby, musí být zajištěn vztah mezi rychlostí obratu zásob a optimální velikostí zásob, viz Kislingerová a kol. (2007).

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}} \cdot 360. \quad (2.20)$$

Ukazatel doby obratu krátkodobých pohledávek (Average Collection Period) nebo také doby splatnosti pohledávek vyjadřuje, za kolik dní jsou průměrně placeny pohledávky. Pokud jsou trvale překračovány doby splatnosti vystavených faktur, měl by podnik věnovat zvýšenou pozornost platební kázni svých odběratelů. Tento ukazatel je mimo jiné významný z hlediska plánování cash flow. Pro podnik je příznivé, když se doba obratu pohledávek snižuje, viz Dluhošová a kol. (2010).

$$\text{Doba obratu kr. pohledávek} = \frac{\text{kr. pohledávky}}{\text{tržby}} \cdot 360. \quad (2.21)$$

Ukazatel doby obratu krátkodobých závazků (Creditors Payment Period) nebo také doby splatnosti závazků udává, po kolik dní zůstávají krátkodobé dluhy (přijaté faktury) neuhrzeny, jinými slovy tedy počet dní po které podnik využívá bezplatný obchodní úvěr, který mu poskytli jeho dodavatelé. Jak uvádí Dluhošová a kol. (2010), ukazatel by měl vykazovat stabilní trend.

$$\text{Doba obratu kr. závazků} = \frac{\text{kr. závazky}}{\text{tržby}} \cdot 360. \quad (2.22)$$

V souvislosti s posledními dvěma uváděnými ukazateli se lze setkat s tzv. **pravidlem solventnosti**, které poměřuje právě tyto dva ukazatele. Obecně platí, že doba obratu pohledávek by měla být kratší, než doba obratu závazků nebo naopak doba obratu závazků by

měla být delší než doba obratu pohledávek. V případě, že toto neplatí, může mít podnik problémy s platební neschopností.

$$\text{Doba obratu pohledávek} < \text{doba obratu závazků}. \quad (2.23)$$

2.3.3.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti (Leverage Ratios) udávají v jakém rozsahu a jakými zdroji jsou financována aktiva podniku. K financování svých aktiv a činností podnik využívá také cizí zdroje (zadlužuje se). Zadluženost sama o sobě pro podnik ještě nemusí představovat hrozbu, naopak určitá výše zadlužení je pro podnik příznivá.

K ukazatelům zadluženosti se mimo jiné řadí ukazatel celkové zadluženosti, ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech, ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu, ukazatel úrokového krytí a ukazatel úrokového zatížení.

Ukazatel celkové zadluženosti (Total Debt to Total Assets) nebo také ukazatel věřitelského rizika se vyjadřuje jako poměr cizích zdrojů k celkovým aktivům podniku. Pomocí tohoto ukazatele se měří podíl věřitelů na celkovém kapitálu a současně platí, že jeho zvyšující se hodnota představuje větší riziko pro věřitele. Proto by trendem ukazatele měl být spíše klesající charakter, viz Dluhošová a kol. (2010).

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \cdot 100. \quad (2.24)$$

Ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech (Equity Ratio) poměřuje vlastní kapitál s celkovými aktivy podniku, čímž udává, do jaké míry je podnik schopen krýt svůj majetek vlastními zdroji a jak vysoká je jeho finanční samostatnost. Rostoucí charakter ukazatele značí upevňování finanční stability podniku, ovšem příliš vysoká hodnota ukazatele může vést k poklesu výnosnosti vložených prostředků, viz Dluhošová a kol. (2010).

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}} \cdot 100. \quad (2.25)$$

Součet předchozích dvou ukazatelů, tedy celkové zadluženosti a podílu vlastního kapitálu na aktivech, by měl činit dohromady 1, resp. 100 %. Odchylna tohoto součtu může být způsobena nezapočtením položky ostatních pasiv.

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu (Debt/Equity Ratio) udává, jaký je poměr mezi cizími zdroji a vlastním kapitálem. Vyjadřuje, kolik korun cizího kapitálu připadá na jednu korunu vlastního kapitálu. Pro podnik je žádoucí, klesající trend tohoto ukazatele. Jak uvádí Dluhošová a kol. (2010, str. 79), „*U stabilních společností by se hodnota ukazatele měla pohybovat přibližně v pásmu od 80 % do 120 %.*“.

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}} \cdot 100. \quad (2.26)$$

Ukazatel úrokového krytí (Times Interest Earned Ratio) vypovídá o tom, kolikrát je hodnota úroků kryta ziskem před úroky a zdaněním. Rostoucí hodnota ukazatele vede k lepší finanční situaci podniku. Jak uvádí Dluhošová a kol. (2010), pokud je hodnota ukazatele 100 %, podnik vydělá jen na úroky (zisk se rovná nule), pokud je hodnota ukazatele menší než 100 %, podnik si nevydělá ani na úroky.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}}. \quad (2.27)$$

Ukazatel úrokového zatížení je převrácenou hodnotou předchozího ukazatele a poskytuje obraz o tom, kolik z vytvořeného zisku před úhradou úroků a daní odčerpají úroky. Dlouhodobě nízká hodnota ukazatele umožňuje podniku mít vyšší podíl cizích zdrojů, viz Dluhošová a kol. (2010).

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{EBIT}. \quad (2.28)$$

2.3.3.5 Ukazatele kapitálového trhu

Ukazatele kapitálového trhu (Investment Ratios) jako jediné z výše uváděných skupin ukazatelů kombinují údaje z finančního účetnictví a kapitálového trhu. To s sebou nese určitá omezení při jejich aplikaci, neboť podnik musí mít právní formu akciové společnosti a jeho akcie musí být volně obchodovatelné na kapitálových trzích.

Vzhledem k tomu, že akcie analyzované společnosti PRO.MED.CS Praha a.s. nejsou volně obchodovatelné, nebude této skupině ukazatelů věnována bližší pozornost.

2.4 Souhrnné modely hodnocení finanční situace podniku

Vedle poměrové analýzy se pro hodnocení celkového finančního zdraví podniku používají i souhrnné modely hodnocení finanční situace podniku. Smyslem těchto modelů je, poskytnou rychlý obraz o celkové finanční úrovni podniku jedním číslem. Souhrnné modely vznikly z důvodu včasného rozpoznání příčin nestability podniku, jež mohou upozorňovat na blížící se bankrot (úpadek) podniku. Mají však pouze doplňkový charakter, pro seriózní zhodnocení finanční situace nelze použít pouze tyto modely, viz Dluhošová a kol. (2010).

Souhrnné modely hodnocení finanční situace podniku se nejčastěji dělí na modely bonitní a modely bankrotní, které se liší svou konstrukcí. Bankrotní modely vychází zejména ze skutečných údajů (z historických údajů v časových řadách). Bonitní modely vychází taktéž

ze skutečných údajů, ale také z teoretických poznatků a předpokladů budoucího možného vývoje. Bankrotní modely v podstatě odpovídají na otázku, zda podnik vykazuje jasné symptomy mířící k úpadku. Bonitní modely hodnotí možnost zhoršení finanční situace podniku.

K bankrotním modelům se řadí Altmanův model, Beaverův model a Taflerův model. Bonitními modely jsou Kralickuv Quick-test, Rychlý test a Tamariho model. Bankrotními a bonitními modely jsou také indexy IN dle Inky a Ivana Neumaierových.

2.4.1 Altmanův model

Nejznámější verze Altmanova modelu, který se často označuje také jako Altmanovo Z-skóre, vznikla v roce 1968. Výsledky zjištěné na základě tohoto modelu je ovšem nutné brát s určitým nadhledem, neboť model vznikl za zcela odlišných ekonomických podmínek (v Americe). Edward Altman při predikci bankrotu využil dvě rovnoměrně rozdělené skupiny bankrotujících a nebankrotujících výrobních podniků. Vznikly dva modely, jeden model byl určen pro společnosti, jejichž akcie jsou veřejně obchodovatelné na kapitálovém trhu, druhá verze modelu byla určena pro společnosti, jejichž akcie nejsou veřejně obchodovatelné.

Verze Altmanova modelu pro společnosti, jež nemají akcie kotované na kapitálovém trhu, má následující tvar,

$$Z' = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5, \quad (2.29)$$

kde Z' je skóre, X_1 je čistý pracovní kapitál/aktiva, X_2 je nerozdělený zisk¹/aktiva, X_3 je zisk před úroky a daněmi/aktiva, X_4 je účetní hodnota vlastního kapitálu/dluhy, X_5 jsou tržby/aktiva.

Výsledná hodnota skóre vybraného podniku se musí porovnat se stanoveným intervalem, který je od 1,2 do 2,9. Podniky, jejichž hodnota se nachází pod hodnotou 1,2, jsou označovány za podniky s vysokou pravděpodobností bankrotu. Podniky, jejichž hodnota se nachází nad hodnotou 2,9, jsou označovány za podniky s minimální pravděpodobností bankrotu. Podniky, jejichž výsledná hodnota je $\geq 1,2$ a zároveň $\leq 2,9$, se nachází v tzv. šedé zóně, viz Dluhošová a kol. (2010).

Model byl následně modifikován a v roce 1995 byla publikována verze určená pro nevýrobní podniky a emerging markets, viz Dluhošová a kol. (2010).

Edward Altman spolu se skupinou RiskMetrics (J. P. Morgan) vyvinuli v roce 2010 **Z-metrics modely**, jež jsou výsledkem předchozího vývoje. Tyto modely jsou reakcí na

¹ Nerozdělený zisk = výsledek hospodaření běžného účetního období + výsledek hospodaření minulých let + fondy ze zisku.

hospodářskou krizi a predikční schopnost modelů. Jsou navrženy jak pro roční, tak i pětiletou predikci, viz Dluhošová a kol. (2010). Výše kreditního (ratingového) skóre se určí následovně,

$$CS_i = \alpha + \sum \beta_j \cdot X_{i,j}, \quad (2.30)$$

kde CS_i je hodnota ratingového skóre podniku i , α je úrovněová konstanta, β_j je koeficient j -té proměnné, $X_{i,j}$ je hodnota j -té proměnné i -tého podniku.

Pravděpodobnost úpadku PD_i se dále určí takto,

$$PD_i = \frac{I}{1 + EXP(CS_i)}. \quad (2.31)$$

Ratingy, jejichž kritériem je pravděpodobnost úpadku, jsou značeny ve stupnici od ZA+ po ZF- a kategorizovány do tří stupňů (vysoký, střední a nízký), viz Dluhošová a kol. (2010). Jednotlivé stupně, ratingy a pravděpodobnosti úpadku jsou znázorněny v Tab. 2.4.

Tab. 2.4 Z-metrics (stupně, ratingy a pravděpodobnosti úpadku)

Stupeň	Rating	Kotované firmy		Nekotované firmy	
		1 rok	5 roků	1 rok	5 roků
Vysoký	ZA+	0,02 %	0,75 %	0,03 %	1,0 %
	ZA	0,04 %	1,25 %	0,05 %	1,5 %
	ZA-	0,06 %	1,75 %	0,08 %	2,0 %
	ZB+	0,09 %	2,50 %	0,13 %	3,0 %
	ZB	0,14 %	3,50 %	0,20 %	4,0 %
	ZB-	0,20 %	4,50 %	0,30 %	5,0 %
Střední	ZC+	0,30 %	6,00 %	0,45 %	6,5 %
	ZC	0,50 %	9,00 %	0,70 %	9,0 %
	ZC-	1,00 %	14,00 %	1,50 %	13,0 %
Nízký	ZD+	2,00 %	20,00 %	3,00 %	20,0 %
	ZD	4,00 %	30,00 %	5,00 %	30,0 %
	ZD-	10,00 %	45,00 %	10,00 %	45,0 %
	ZF+	25,00 %	65,00 %	18,00 %	55,0 %
	ZF	50,00 %	80,00 %	30,00 %	65,0 %
	ZF-	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,0 %

Zdroj: Dluhošová, Dana a kol. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: Ekopress, 2010. str. 99

2.4.2 Beaverův model

Beaverův model se skládá z pěti poměrových ukazatelů, o kterých se W. H. Beaver domníval, že hrají důležitou roli při finančních problémech podniků. Výzkum prováděl na 79 společnostech, které zbankrotovaly a 79 společnostech, které nebankrotovaly. Ve svém závěru uvedl, že finanční poměrové ukazatele mají vypovídací sílu již pět let před bankrotem společnosti, viz Dluhošová a kol. (2010). Klíčové ukazatele, dle W. H. Beavera, obsahuje Tab. 2.5.

Tab. 2.5 Parametry Beaverova modelu

Ukazatel	Trend u ohrožených firem
vlastní kapitál/aktiva celkem	klesá
přidaná hodnota/aktiva celkem	klesá
bankovní úvěry/cizí zdroje	roste
cash flow/cizí zdroje	klesá
provozní kapitál/aktiva celkem	klesá

Zdroj: Dluhošová, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress, 2010. str. 97

2.4.3 Taflerův model

Taflerův model byl poprvé publikován v roce 1977. Jeho matematické vyjádření je zobrazeno ve vzorci (2.32).

$$Z_T = 0,53X_1 + 0,13X_2 + 0,18X_3 + 0,16X_4, \quad (2.32)$$

kde Z_T je výsledný koeficient Taflerova modelu, X_1 je zisk před zdaněním/krátkodobé závazky, X_2 jsou oběžná aktiva/cizí zdroje, X_3 jsou krátkodobé závazky/celková aktiva, X_4 je finanční majetek/(provozní náklady – odpisy).

Pokud $Z_T < 0$, pak pravděpodobnost bankrotu daného podniku je vysoká, jestliže $Z_T > 0$, pak pravděpodobnost bankrotu daného podniku je malá.

2.4.4 Kralickuv Quick-test

Kralickuv Quick-test z roku 1990 se skládá ze čtyř poměrových ukazatelů, přičemž každý z ukazatelů reprezentuje jednu ze čtyř základních oblastí finanční analýzy (zadluženost, aktivitu, rentabilitu a likviditu). Hodnoty jednotlivých ukazatelů jsou rozděleny do intervalů, které jsou obodovány, viz Tab. 2.6. K souhrnnému hodnocení Kralickova Quick-testu se užívá kritéria váženého průměru.

Tab. 2.6 Ukazatele a bodové ohodnocení intervalů Kralickova Quick-testu

Ukazatel	0 bodů	1 bod	2 body	3 body	4 body
R1 $\frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}}$	0,0 a méně	0,0 až 0,1	0,1 až 0,2	0,2 až 0,3	0,3 a více
R2 $\frac{\text{cizí zdroje} - \text{peněžní prostředky}}{\text{bilanční cash flow}}$	30 a více	12 až 30	5 až 12	3 až 5	3 a méně
R3 $\frac{\text{zisk před daněmi a úroky}}{\text{aktiva}}$	0,00 a méně	0,00 až 0,08	0,08 až 0,12	0,12 až 0,15	0,15 a více
R4 $\frac{\text{bilanční cash flow}}{\text{provozní výnosy}}$	0,00 a méně	0,00 až 0,05	0,05 až 0,08	0,08 až 0,1	0,1 a více

Zdroj: Dluhošová, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress, 2010. str. 100

Jak uvádí Sedláček (2011), hodnotu bilančního cash flow (používanou v ukazateli R2 a R4, viz Tab. 2.6) je možné vypočítat z výkazu zisku a ztráty podle následujícího postupu:

výsledek hospodaření za účetní období

- daň z příjmů

+ odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku

- saldo přechodných účtů aktiv

+ saldo přechodných účtů pasiv.

Důvodem, proč se používá právě takto stanovené cash flow je, aby byl porovnáván okamžikový ukazatel s okamžikovým ukazatelem a nikoliv s tokovým, kterým je klasické cash flow.

Za použití tohoto testu je možné hodnotit finanční stabilitu (FS), viz vzorec (2.33) a výnosovou situaci podniku (VS), viz vzorec (2.34).

$$FS = \frac{(R1 + R2)}{2}, \quad (2.33)$$

$$VS = \frac{(R3 + R4)}{2}. \quad (2.34)$$

Celkové hodnocení finanční situace podniku (SH) se provede následovně,

$$SH = \frac{(FS + VS)}{2}. \quad (2.35)$$

Pokud vyjde hodnota větší než 3 body je finanční situace podniku velmi dobrá. Jestliže činí hodnota méně než 1 bod, finanční situace podniku je špatná.

2.4.5 Indexy IN dle Inky a Ivana Neumaierových

Pro aplikaci v českých podmínkách se pro hodnocení celkové finanční úrovně podniku nejvíce využívají indexy IN (indexy důvěryhodnosti), které sestavili manželé Neumaierovi. Dosud byly publikovány čtyři verze indexů, pojmenované vždy podle data jejich vzniku (IN95, IN99, IN01 a IN05). Tyto indexy jsou sestaveny z vybraných poměrových ukazatelů, kterým jsou přiřazeny váhy.

Index IN95 byl testován na datech tisíců českých podniků a jeho úspěšnost je více než 70 %. Tento index tedy vykazuje velmi dobrou vypovídací schopnost pro odhad finanční tísně podniku, jak uvádí Neumaier, Neumaierová (2002). Pro každé odvětví (dle OKEČ) existují rozdílné váhy jednotlivých ukazatelů, viz Příloha 1.

$$IN95 = V_1 \cdot \frac{A}{CZ} + V_2 \cdot \frac{EBIT}{\dot{U}} + V_3 \cdot \frac{EBIT}{A} + V_4 \cdot \frac{V}{A} + V_5 \cdot \frac{OA}{KZ + KB\dot{U}} - V_6 \cdot \frac{ZPL}{V}, \quad (2.36)$$

kde $IN95$ je výsledná hodnota indexu, V_1 až V_6 jsou váhy přiřazené jednotlivým ukazatelům, A jsou aktiva, CZ jsou cizí zdroje, $EBIT$ je zisk před zdaněním a úroky, \dot{U} jsou nákladové úroky, V jsou výnosy, OA jsou oběžná aktiva, KZ jsou krátkodobé závazky, $KB\dot{U}$ jsou krátkodobé bankovní úvěry a ZPL jsou závazky po lhůtě splatnosti.

Jestliže je hodnota indexu $IN95$ větší než 2, podnik je finančně zdravý a nemá problémy s placením svých závazků. Pokud je hodnota indexu menší než 1, podnik je finančně slabý, nemá dostatečnou schopnost platit své závazky. V rozmezí hodnota 1 až 2 je tzv. šedá zóna. Podniky v tomto pásmu jsou rizikové a mohly by mít problémy s placením.

Index $IN99$ zdůrazňuje pohled vlastníka a jeho úspěšnost ohodnotit finanční situaci podniku je vyšší než 85 %. Pomocí diskriminační analýzy byly revidovány váhy přiřazené jednotlivým ukazatelům platné pro českou ekonomiku s ohledem na jejich význam pro dosažení kladné hodnoty ekonomického zisku (EVA), viz Neumaier, Neumaierová (2002).

$$IN99 = -0,017 \cdot \frac{A}{CZ} + 4,573 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,481 \cdot \frac{V}{A} + 0,015 \cdot \frac{OA}{KZ + KB\dot{U}}. \quad (2.37)$$

Pokud je index $IN99$ větší než 2,07 znamená to, že daný podnik má kladnou hodnotu ekonomického zisku. Je-li hodnota indexu $IN99$ menší než 0,684, ekonomický zisk daného podniku dosahuje záporné hodnoty. Interval 0,684 až 2,07 je pásmo šedé zóny.

Index $IN01$ spojuje oba předchozí indexy ($IN95$ a $IN99$). Vznikl opět za pomoci diskriminační analýzy a jeho matematické vyjádření pro průmysl má následující tvar,

$$IN01 = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{\dot{U}} + 3,92 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{V}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ + KB\dot{U}}. \quad (2.38)$$

Je-li hodnota tohoto indexu vyšší než 1,77, podnik tvoří hodnotu. Pokud hodnota indexu $IN01$ dosahuje hodnoty nižší než 0,75, pak podnik směřuje k bankrotu. Interval 0,75 až 1,77 představuje opět pásmo šedé zóny.

Index $IN05$ je aktualizací indexu $IN01$ a vznikl na základě dat z roku 2004. Index $IN05$ se od toho předešlého ($IN01$) významně neliší ve vahách jednotlivých ukazatelů, podstatně se však změnila hranice pro zařazení podniku. Horní hranice intervalu je 1,6, dolní hranice intervalu je 0,9.

$$IN05 = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{\dot{U}} + 3,97 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{V}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ + KB\dot{U}}. \quad (2.39)$$

Jestliže se výsledná hodnota indexu $IN05$ dostane pod dolní hranici 0,9, spěje daný podnik z 97 % k bankrotu a ze 76 % nebude tvořit hodnotu. Pokud je hodnota indexu $IN05$

vyšší než horní hranice 1,6, pak má daný podnik 92 % pravděpodobnost, že nezbankrotuje a 95 % pravděpodobnost, že bude tvořit hodnotu. Jestliže se výsledná hodnota indexu IN05 pohybuje uvnitř stanovené dolní a horní hranice indexu (v šedé zóně) má daný podnik 50 % pravděpodobnost, že zbankrotuje a 70 % pravděpodobnost, že bude tvořit hodnotu.

2.5 EVA jako měřítko finanční výkonnosti

V ekonomické teorii i praxi je stále větší pozornost věnována pojmu ekonomická přidaná hodnota (EVA, Economic Value Addend).

Metoda EVA byla vytvořena v 90. letech 20. století americkou poradenskou společností Stern Stewart & Co. Nutno však poznamenat, že tato metoda je v podstatě rozšířeným zpracováním myšlenky, která je v ekonomické teorii a praxi známá již celé století, jak uvádí Mařík, Maříková (2005). Touto myšlenkou je koncepce tzv. ekonomického zisku.

Na rozdíl od účetního zisku, který představuje rozdíl mezi výnosy a účetními náklady, ekonomický zisk vyjadřuje rozdíl mezi výnosy a ekonomickými náklady, tj. náklady, které mimo účetních nákladů zahrnují i náklady ušlých příležitostí (oportunitní náklady). Příkladem oportunitních nákladů jsou úroky z vlastního kapitálu, či ušlá mzda podnikatele. Jak uvádí Kislingerová a kol. (2007, s. 105), „*Oportunitní náklady představují peněžní částky, které byly ztraceny tím, že zdroje (kapitál, práce) nebyly vynaloženy na nejlepší alternativní použití.*“. Nejde tedy jen o to, aby podnik vytvořil určitý objem zisku, ale aby platilo, že výnosnost investovaného kapitálu je větší, než alternativní náklad na kapitál. Jde tedy o jakýsi nadzisk (rozdíl zisku a nákladů na kapitál), který představuje minimální míru zhodnocení investovaného kapitálu, jak uvádí Dluhošová a kol. (2010). Při výpočtu ukazatele EVA se tedy nevychází jen z účetních dat, ale je zapotřebí využít i celou řadu tržních dat.

Ukazatel EVA byl vytvořen, aby motivoval vedení podniku (manažery) k orientaci na růst hodnoty pro akcionáře. Při hodnocení výkonnosti podniku za pomoci tohoto ukazatele jsou brány v úvahu nejen náklady na cizí kapitál, ale i náklady na kapitál vlastní. Stejně jako věřitelé, kteří mají nárok na výplatu svých úroků, i akcionáři požadují, s ohledem na podstupující riziko, vyplacení adekvátní míry návratnosti vloženého kapitálu, viz Dluhošová a kol. (2010).

Bohatství akcionářů roste, nabývá-li ukazatel EVA kladných hodnot. Jedině tak totiž akcionáři získávají více, než kolik původně investovali. Je-li výsledná hodnota ukazatele EVA záporná, dochází k „ničení“ původního kapitálu. V případě, že se hodnota ukazatele

EVA rovná nule, dosažený efekt stačí jen k pokrytí nákladů kapitálu, resp. výnosu plynoucího z alternativního použití, viz Dluhošová a kol. (2004).

EVA je komplexním ukazatelem výkonnosti podniku, neboť se v něm projeví veškeré účinky provozních, investičních a finančních rozhodnutí v podniku. Provozní rozhodnutí se vztahují k podnikovým výkonům a silně ovlivňují výsledný efekt. Investiční rozhodování se věnují otázce použitého kapitálu a ovlivňují tak stranu aktiv v bilanci podniku. Oblast finančních rozhodnutí v podniku působí na jeho kapitálovou strukturu, viz Dluhošová a kol. (2010).

Ukazatel EVA slouží nejen jako nástroj pro měření výkonnosti podniku, ale využívá se také pro oceňování podniků či investičních projektů a slouží také jako nástroj pro řízení a motivování zaměstnanců, viz Mařík, Maříková (2005).

2.5.1 Výpočet ukazatele EVA

V ekonomické teorii existují v zásadě dva přístupy výpočtu ekonomické přidané hodnoty, a sice EVA na bázi provozního zisku a EVA na bázi hodnotového rozpětí.

EVA na bázi provozního zisku, taktéž označována jako **EVA-Entity**, je ve své původní konstrukci dána následující matematickou formulací,

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (2.40)$$

kde *NOPAT* je čistý operativní zisk, *WACC* představují náklady na celkový kapitál a *C* je hodnota celkového kapitálu podniku.

Jelikož *NOPAT* je kategorie, jakou české účetnictví nezná je v podmínkách České republiky nahrazován *EBIT*em po zdanění, jak uvádí následující rovnice,

$$EVA = EBIT \cdot (1 - t) - WACC \cdot C. \quad (2.41)$$

EVA na bázi hodnotového rozpětí, kdy hodnotové rozpětí znázorňuje tzv. ekonomickou rentabilitu, tedy rozdíl mezi dosaženou rentabilitou a náklady na kapitál, se vypočte následovně,

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C, \quad (2.42)$$

kde *ROC* je výnosnost investovaného kapitálu. Z výše uvedeného vzorce (2.42) je patrné, že velikost ukazatele EVA je ovlivněna především rozdílem *ROC - WACC*, který představuje tzv. reziduální výnos kapitálu, jak uvádí Dluhošová a kol. (2010).

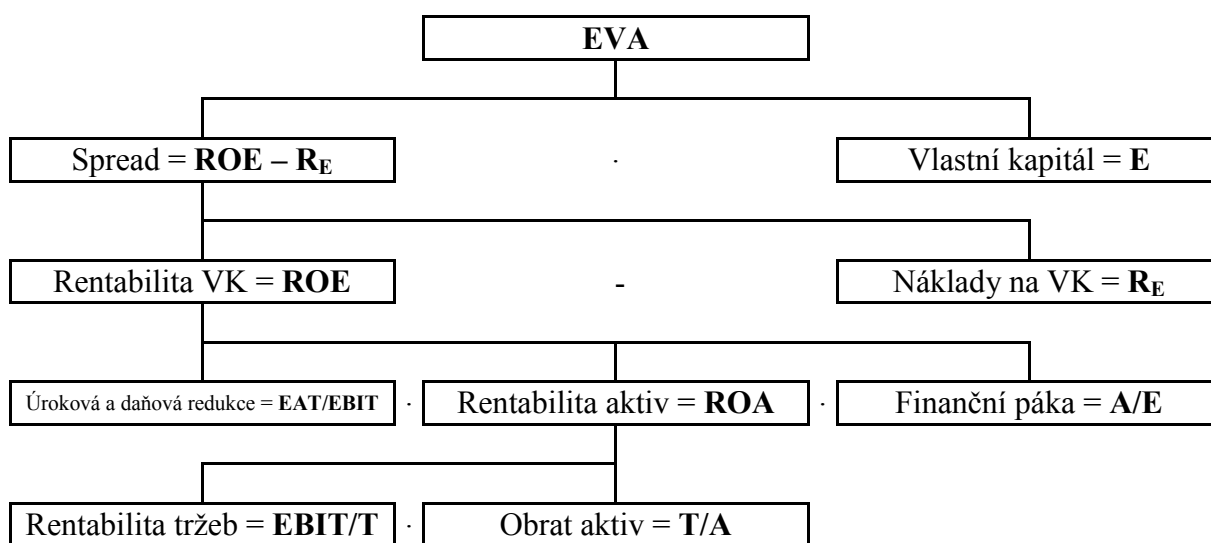
EVA na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí, taktéž označována jako **EVA-Equity**, se vypočte pomocí následujícího vztahu,

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E, \quad (2.43)$$

kde ROE je rentabilita vlastního kapitálu, R_E jsou náklady vlastního kapitálu, E je vlastní kapitál. Z pozice vlastníka je důležité, aby rozdíl mezi ROE a R_E byl co možná největší (minimálně kladný), protože jedině tak vlastníkově daná investice přináší větší zisk, než jaký by měl z alternativní investice, jak uvádí Dluhošová a kol. (2010).

U ukazatele EVA-Equity je možné dále zkoumat vlivy dílčích ukazatelů, které způsobily změnu vrcholového ukazatele EVA pomocí pyramidového rozkladu (viz kapitola 2.6). Jeden z možných postupů rozkladu ukazatele EVA-Equity je zobrazen v následujícím Schématu 2.1.

Schéma 2.1 Rozklad EVA-Equity



Zdroj: Dluhošová, Dana a kol. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: Ekopress, 2010. str. 112

EVA na bázi relativního hodnotového rozpětí, umožňuje hodnotit relativní výkonnost podniku, jelikož hodnota ukazatele není ovlivněna velikostí vlastního kapitálu, viz vzorec (2.44), či velikostí celkového kapitálu, viz vzorec (2.45).

$$\frac{EVA}{E} = (ROE - R_E), \quad (2.44)$$

$$\frac{EVA}{C} = (ROCE - WACC). \quad (2.45)$$

EVA na bázi relativního hodnotového rozpětí se využívá především pro mezipodnikové a mezioborové srovnávání.

2.5.2 Náklady na celkový investovaný kapitál

Velkým problémem při výpočtu ukazatele EVA je stanovení nákladů na celkový kapitál (WACC, Weighted Average Cost of Capital). Náklady na kapitál jsou takové náklady, které podnik vynakládá v souvislosti se získáním jednotlivých složek podnikového kapitálu. Lze je určit jako vnitřní výnosové procento.

Náklady na kapitál je možné sledovat ze dvou různých pohledů, a sice z pohledu podniku a z pohledu investora. Z pohledu podniku jde o výdaj, který je spojen se získáním určitého druhu kapitálu pro další rozvoj podnikatelské činnosti. Z pohledu investora jde o míru výnosnosti kapitálu.

WACC, které se často nazývají také jako průměrné náklady kapitálu, kombinují náklady vlastního a náklady cizího kapitálu a vypočítají se pomocí následující rovnice (2.46),

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1 - t) \cdot D + R_E \cdot E}{C}, \quad (2.46)$$

kde R_D jsou náklady na cizí kapitál, t je sazba daně z příjmu, D je cizí kapitál, R_E jsou náklady na vlastní kapitál, E je vlastní kapitál, C je celkový kapitál (tedy $C = E + D$).

Z hlediska ceny a s přihlédnutím k mnoha faktorům, jako je např. doba splatnosti kapitálu či stupeň rizika, které investor podstupuje, je pro podnik nejlevnější krátkodobý cizí kapitál, dražší je dlouhodobý cizí kapitál a nejdražší je vlastní kapitál, viz Pavelková, Knápková (2009).

2.5.2.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál představují úroky nebo kupónové platby, které podnik platí svým věřitelům. Základní úrokovou míru stanovují podmínky na finančním trhu. Její konkrétní výše se dále liší např. z hlediska času, z hlediska hodnocení bonity dlužníka nebo podle očekávané efektivnosti.

Náklady na cizí kapitál, resp. náklady dluhu, představují úrok snížený o daňový štít, jak zobrazuje následující vztah,

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.47)$$

kde i je úroková sazba z dluhu, t je sazba daně.

V případě, že jsou k dispozici interní podnikové informace, je možné při různorodé skladbě úvěrů určit náklady na cizí kapitál jako vážený aritmetický průměr z efektivních úrokových měr. Uživatelé, kteří nemají přístup k těmto informacím, mohou využít následující odhad,

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{průměrný stav bankovních úvěrů}}. \quad (2.48)$$

V případě emitovaných obligací se náklady dluhu stanoví jako vnitřní výnosové procento (výnos do splatnosti) obligace, viz vzorec (2.49).

$$P = \sum_{t=1}^T c_t \cdot (1 + R_D)^{-t} + NV \cdot (1 + R_D)^{-T}, \quad (2.49)$$

kde P je tržní cena obligace, T je doba do splatnosti obligace, t jsou jednotlivá léta doby splatnosti obligace, c je kupónová platba, R_D zde představuje požadovanou výnosnost do doby splatnosti, NV je nominální hodnota obligace.

2.5.2.2 Náklady na vlastní kapitál

Ani vlastní kapitál není zadarmo, jeho výše je určována výnosovým očekáváním investorů, resp. alternativním výnosem investice, která nese stejné riziko.

Stanovení nákladů na vlastní kapitál je velmi složité. Náklady na vlastní kapitál je možné určit několika metodami. V zásadě se rozlišují dvě skupiny metod, a sice metody tržní a metody účetní. Mezi tržní metody se řadí dividendový růstový model, model oceňování kapitálových aktiv a arbitrážní model oceňování. K účetním metodám patří stavebnicové modely.

Dividendový růstový model se využívá jen v případě akciových společností a vychází z tržní ceny akcie. Tržní cena akcie, resp. její hodnota je dána současnou hodnotou příjmů (dividend) z držené akcie v budoucnu. Při nekonečné době držení a konstantní výši dividend je možné tržní cenu akcie vypočítat jako perpetuitu. Náklady na vlastní kapitál se tedy určí jako,

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}}, \quad (2.50)$$

kde DIV je hodnota dividendy. Za předpokladu, že hodnota dividendy bude v následujících letech růst konstantním tempem g , se pro výpočet nákladů na vlastní kapitál využívá Gordonův dividendový model, viz vzorec (2.51).

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}} + g, \quad (2.51)$$

Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM, Capital Asset Pricing Model) vychází z rozdělení celkového rizika na riziko systematické (tržní), které nelze v rámci jedné země eliminovat a riziko jedinečné (specifické), které lze vhodným portfoliem diverzifikovat. V souvislosti s odhadem očekávaného výnosu vlastního kapitálu je významné pouze riziko

tržní, jedná se tedy o jednofaktorový model. CAPM-SML beta verzi lze matematicky zapsat následovně,

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F] \quad (2.52)$$

kde $E(R_E)$ je očekávaný výnos vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba, β_E je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia, $E(R_M)$ je očekávaný výnos tržního portfolia, $[E(R_M) - R_F]$ je prémie za tržní riziko.

Arbitrážní model oceňování (APM, Arbitrage Pricing Model) rovněž jako model CAPM klade důraz na systematické, tedy tržní riziko. Liší se však v tom, že zohledňuje více rizikových faktorů, jedná se tedy o model vícefaktorový.

Základní (rovnovážnou) podmínkou, se kterou tento model pracuje, je nemožnost arbitráže, při které žádný z investorů nemůže dosáhnout arbitrážního zisku, jak uvádí Dluhošová a kol. (2010). Model APM je nejčastěji formulován takto,

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} \cdot [E(R_j) - R_F] \quad (2.53)$$

kde β_{Ej} je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j -tého faktoru, $E(R_j)$ je očekávaný výnos j -tého faktoru.

Stavebnicové modely se používají pro stanovení nákladů kapitálu v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky, jak uvádí Dluhošová a kol. (2010). Alternativní náklad vlastního kapitálu (R_E) je zde stanoven jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií odvozených z podnikových účetních dat. V České republice se vyskytují dva stavebnicové modely, a sice stavebnicový model, jehož autory jsou Miloš a Pavla Maříkovi, který používají odhadci a znalci při oceňování podniku a stavebnicový model, který používá Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (autory modelu jsou Ivan a Inka Neumaierovi). Podle stavebnicové metody, kterou používá MPO ČR, jsou *náklady celkového kapitálu nezadlužené společnosti* ($WACC_U$) v nejnovější verzi tohoto modelu stanoveny jako,

$$WACC_U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.54)$$

kde R_F je bezriziková sazba, $R_{podnikatelské}$ je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, $R_{finstab}$ je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability, R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

Náklady celkového kapitálu zadluženého podniku ($WACC_L$) se určí podle následujícího vztahu,

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - t \cdot \frac{D}{A}\right), \quad (2.55)$$

přičemž platí, že $D = \dot{U}Z - VK$ a $\dot{U}Z = VK + B\dot{U} + OBL$, kde $\dot{U}Z$ jsou úplatné zdroje, VK je vlastní kapitál, $B\dot{U}$ jsou bankovní úvěry a OBL jsou obligace.

Náklady vlastního kapitálu (R_E) se prostřednictvím stavebnicové metody určí takto,

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{\dot{U}Z}{A} - \frac{\check{C}Z}{HZ} \cdot \dot{U}M \cdot \left(\frac{\dot{U}Z}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.56)$$

kde $\check{C}Z$ je čistý zisk, HZ je hrubý zisk a $\dot{U}M$ je úroková míra.

Jelikož $EBIT \cdot \frac{\check{C}Z}{HZ} = WACC_U \cdot \dot{U}Z$, je možné náklady vlastního kapitálu vypočítat také následujícím způsobem,

$$R_E = \frac{\frac{EBIT}{A} \cdot \frac{\check{C}Z}{HZ} - \frac{\check{C}Z}{HZ} \cdot \dot{U}M \cdot \left(\frac{\dot{U}Z}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}. \quad (2.57)$$

S využitím jednotlivých přírážek se hodnota vlastního kapitálu určí podle vzorce (2.58).

$$R_E = WACC_U + R_{finstr} = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA} + R_{finstr}, \quad (2.58)$$

kde R_{finstr} je riziková přírážka za zadluženost (finanční struktura), přičemž $R_{finstr} = R_E - WACC_U$. Pokud $R_E = WACC_U$, pak platí, že $R_{finstr} = 0$, pokud $R_E - WACC_U > 10$ %, pak $R_{finstr} = 10$ %.

$WACC_U$ se mění v závislosti na změně jednotlivých rizikových přírážek, resp. produkční síly, likvidity, velikosti podniku a finanční stability.

Výše rizikové přírážky, která charakterizuje velikost podniku (R_{LA}), se stanoví následovně,

- pokud $\dot{U}Z \geq 3$ mld. Kč, pak $R_{LA} = 0,00$ %,
- pokud $\dot{U}Z \leq 100$ mil. Kč, pak $R_{LA} = 5,00$ %,
- pokud $\dot{U}Z > 100$ mil. Kč a zároveň $\dot{U}Z < 3$ mld. Kč, pak

$$R_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - \dot{U}Z)^2 / 168,2. \quad (2.59)$$

Hodnota rizikové přírážky charakterizující produkční sílu ($R_{podnikatelské}$) závisí na ukazateli $EBIT/A$, který se porovnává s ukazatelem $X1$, přičemž

$$X1 = \frac{\dot{U}Z}{A} \cdot \dot{U}M. \quad (2.60)$$

Ukazatel $X1$ vyjadřuje nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem.

- Je-li $EBIT/A > X1$, pak $R_{podnikatelské} = \min R_{podnikatelskéodvětví}$,
- je-li $EBIT/A < 0$, pak $R_{podnikatelské} = 10,00 \%$,
- je-li $EBIT/A \geq 0$ a zároveň $EBIT/A \leq X1$, pak

$$R_{podnikatelské} = ((X1 - EBIT/A)/X1)^2 \cdot 0,1. \quad (2.61)$$

Jak uvádí Dluhošová a kol. (2010), velikost přírážky $R_{podnikatelské}$ nemůže být nižší než je minimální hodnota daná variabilitou ukazatele $EBIT/A$. Tato hodnota je pro každé odvětví odlišná.

Velikost rizikové přírážky za riziko vyplývající z finanční stability na bázi likvidity ($R_{finstab}$) vychází z ukazatele celkové likvidity, viz vzorec (2.62).

$$L3 = \frac{OA}{kr. \text{ závazky} + bank. \text{ úvěry a výpomoci} - dl. \text{ bank. úvěry}}. \quad (2.62)$$

Navíc jsou zde určeny mezní hodnoty likvidity $XL1$ a $XL2$, které jsou stanoveny individuálně pro každé odvětví.

- Pokud $L3 \leq XL1$, pak $R_{finstab} = 10,00 \%$,
- pokud $L3 \geq XL2$, pak $R_{finstab} = 0,00 \%$,
- pokud $L3 > XL1$ a zároveň $L3 < XL2$, pak

$$R_{finstab} = ((XL2 - L3)/(XL2 - XL1))^2 \cdot 0,1. \quad (2.63)$$

2.6 Analýzy odchylek

Jedním ze základních úkolů finančního analytika je také rozbor odchylek syntetických ukazatelů, ve kterém se hledají a vyčíslují faktory, které k daným odchylkám nejvíce přispívají. K vyřešení tohoto úkolu se často používá metoda pyramidového rozkladu, jejíž základní myšlenkou je postupný rozklad vrcholového syntetického ukazatele na ukazatele dílčí. Pomocí pyramidového rozkladu se stanovují vzájemné vazby mezi jednotlivými ukazateli a určují se a vyčíslují vlivy dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel. Vazby mezi jednotlivými ukazateli je možné vyjádřit v podobě matematických rovnic a celou pyramidu pak jako soustavu rovnic.

Při rozkladu vrcholového ukazatele lze vazby mezi dílčími ukazateli rozlišit v zásadě na dva typy, a sice vazbu aditivní a vazbu multiplikativní. **Aditivní vazba** značí součet, popř. rozdíl mezi dílčími ukazateli, **multiplikativní vazba** představuje součin nebo podíl jednotlivých dílčích ukazatelů. U aditivní vazby se vyčíslení vlivů vyjadřuje jako poměr změny ukazatele na celkové změně ukazatelů. Matematicky lze toto zapsat následovně,

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\Delta a_i}{\sum_i \Delta a_i} \cdot \Delta y_x, \quad (2.64)$$

kde Δx_{a_i} je vliv dílčího ukazatele a_i na analyzovaný ukazatel x , $\Delta a_i = a_{i,1} - a_{i,0}$, přitom index 0 znázorňuje výchozí období a index 1 následující období, Δy_x je přírůstek vlivu ukazatele x .

V případě multiplikativní vazby lze pro vyčíslení vlivů jednotlivých dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel aplikovat čtyři metody, a sice metodu postupných změn a metodu rozkladu se zbytkem, ve kterých při změně jednoho z ukazatelů jsou hodnoty zbylých ukazatelů neměnné, logaritmickou metodu rozkladu a funkcionální metodu, v nichž je reflektována současná změna všech analyzovaných ukazatelů při vysvětlení jednotlivých vlivů, viz Zmeškal a kol. (2004).

Metoda postupných změn je na výpočet jednoduchou metodou, která poskytuje bezezbytkový rozklad. Její nevýhodou je, že hodnota vlivů ukazatelů je závislá na pořadí ukazatelů ve výpočtu. Pro správnou aplikaci této metody je tedy důležité zachovat metodiku, resp. dodržet pořadí ukazatelů ve výpočtu. Pro použití této metody obecně pro libovolnou řadu dílčích ukazatelů platí následující zápis,

$$\Delta x_{a_i} = \prod_{j<i} a_{j,0} \cdot \Delta a_i \cdot \prod_{j>i} a_{j,1} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}. \quad (2.65)$$

Prostřednictvím **metody rozkladu se zbytkem** jsou vlivy jednotlivých ukazatelů vyčísleny se zbytkem (R). Tento zbytek vzniká z kombinace současných změn více ukazatelů. Výhodou této metody je nezávislost pořadí ukazatelů při výpočtu. Negativní je však zbytková složka, kterou není možné jednoznačně okomentovat a přiřadit jednotlivým vlivům. Způsobů jak rozdělit zbytkovou hodnotu mezi jednotlivé vlivy existuje několik, ovšem ani jeden není jednoznačně nejvhodnější. Tuto metodu je vhodné použít jen při výskytu malého zbytku. Obecně lze pro jakoukoliv řadu dílčích ukazatelů vyjádřit vliv jako,

$$\Delta x_{a_i} = \Delta a_i \cdot \prod_{j \neq i}^n a_{j,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{n}, \quad (2.66)$$

$$\text{kde } R = \Delta y_x - \Delta a_i \prod_{j \neq i}^n a_{j,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}.$$

Jedním ze způsobů jak přiřadit zbytek vlivům dílčím ukazatelů je jeho rovnoměrné rozdělení mezi tyto vlivy, viz vzorec (2.67).

$$\Delta x_{a_i}^{\text{upravená}} = \Delta x_{a_i}^{\text{původní}} + \frac{R}{n}. \quad (2.67)$$

Dalším způsobem jak přiřadit zbytek je proporcionální rozdělení podle dílčích vlivů, viz vzorec (2.68).

$$\Delta x_{a_i}^{upravená} = \Delta x_{a_i}^{původní} + \frac{\Delta x_{a_i}^{původní}}{\sum_i \Delta x_{a_i}^{původní}} \cdot R. \quad (2.68)$$

Možné je také přiřadit zbytek proporcionálně podle změny ukazatelů, viz následující matematická formulace.

$$\Delta x_{a_i}^{upravená} = \Delta x_{a_i}^{původní} + \frac{\Delta a_i}{\sum_i \Delta a_i} \cdot R. \quad (2.69)$$

Logaritmická metoda rozkladu, která je založena na spojitém výnosu, reflektuje současnou změnu všech ukazatelů. Při aplikaci této metody nezáleží na pořadí ukazatelů a vlivy jsou vyčísleny beze zbytku. Problém nastává při výskytu záporných indexů, neboť tato metoda vychází z výpočtu logaritmů indexů. Jelikož nelze vypočítat logaritmus záporného čísla, musí být indexy kladné. V případě, že nelze použít logaritmickou metodu možným řešením je, že se pro příslušnou část větve použije metoda postupných změn nebo metoda funkcionální. Vlivy dílčích ukazatelů lze vyjádřit následujícím vztahem,

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\ln I_{a_i}}{\ln I_x} \cdot \Delta y_x, \quad (2.70)$$

kde $\ln I_{a_i}$ a $\ln I_x$ vyjadřují spojitě výnosy ukazatelů a_i a x , I_x je index zkoumaného ukazatele, přičemž platí, že $I_x = \frac{x_I}{x_0}$ a I_{a_i} je index dílčích ukazatelů pro který platí, že

$$I_{a_i} = \frac{a_{i,I}}{a_{i,0}}.$$

Funkcionální metoda je založená na diskretních výnosech a její výhody jsou totožné s výhodami logaritmické metody. U funkcionální metody se navíc nevyskytuje problém se zápornými indexy ukazatelů. Komplikace při aplikaci této metody mohou však nastat v přidělování vah při rozdělování společných faktorů. Jak uvádí Dluhošová a kol. (2010, str. 37), „... lze preferovat metodu rovnoměrného dělení podle počtu ukazatelů vzhledem ke snižujícímu se smíšenému vlivu při růstu počtu ukazatelů, stabilitě výsledků a tomu, že se výsledky nejvíce blíží logaritmické metodě pro kladné indexy.“

Při součinu tří dílčích ukazatelů a rovnoměrném dělení zbytku je vliv jednotlivých činitelů vyjádřen následovně,

$$\begin{aligned}
\Delta x_{a_1} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_2} \cdot R_{a_3} \right) \cdot \Delta y_x, \\
\Delta x_{a_2} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_3} \right) \cdot \Delta y_x, \\
\Delta x_{a_3} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_3} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_2} \right) \cdot \Delta y_x,
\end{aligned} \tag{2.71}$$

kde R_{a_j} a R_x představují diskrétní výnosy ukazatelů a_i a x , přičemž platí, že $R_{a_j} = \frac{\Delta a_j}{a_{j,0}}$ a

$$R_x = \frac{\Delta x}{x_0}.$$

Obecně pro libovolný počet dílčích ukazatelů lze určit vliv při rovnoměrném dělení podle následujícího vztahu,

$$\Delta x_{a_i} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_i} \cdot \left(1 + \sum_{j \neq i} \frac{1}{2} \cdot R_{a_j} + \sum_{\substack{j \neq i \\ k \neq i \\ k > j}} \frac{1}{3} \cdot R_{a_j} \cdot R_{a_k} + \sum_{\substack{j \neq i \\ k \neq i \\ m \neq i \\ k > j \\ m > k}} \frac{1}{4} \cdot R_{a_j} \cdot R_{a_k} \cdot R_{a_m} + \dots \right) \cdot \Delta y_x. \tag{2.72}$$

2.7 Analýza citlivosti

Při finančních úvahách je nutné respektovat i neurčitost, zejména s ohledem na neurčitost predikce budoucích finančních veličin. Jednou z možností jak lze analýzu neurčitosti provádět, je aplikace analýzy citlivosti. Při analýze citlivosti je posuzována změna výsledné hodnoty funkce při odchylkách vstupních dat o parametr $\alpha \in [-1, 1]$, viz Dluhošová a kol. (2004).

Například při citlivostní analýze odchylek ukazatele EVA je postup následující,

$$\Delta EVA_\alpha = \left[\frac{\Delta EBIT / T \cdot (1 + \alpha) \cdot \Delta T / A \cdot (1 + \alpha) \cdot \Delta EAT / EBIT \cdot (1 + \alpha)}{\Delta A / E \cdot (1 + \alpha) \cdot \Delta EAT / EBIT \cdot (1 + \alpha) \cdot \Delta A / E \cdot (1 + \alpha)} \right] \cdot \Delta E \cdot (1 + \alpha), \tag{2.73}$$

přičemž platí, že pro jednotlivé operace (součet, násobení) jsou využity vzorce (2.64), (2.70) a (2.71).

Jak tvrdí Dluhošová a kol. (2004, s. 158), „Citlivostní analýzu odchylek pyramidové soustavy lze provést pro každé α tak, že hodnoty prvotních faktorů jsou vynásobeny činitelem $(1 + \alpha)$.“

3 Charakteristika vybraného podniku a odvětví

Následující kapitola diplomové práce obsahuje stručnou charakteristiku vybraného podniku, kterým je PRO.MED.CS Praha a.s. a odvětví, ve kterém se tento podnik nachází, tedy farmaceutického průmyslu (dle CZ-NACE sekce C, oddíl 21).

V této kapitole je taktéž provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty společnosti PRO.MED.CS Praha a.s. za sledované období 2006 až 2010.

3.1 Základní identifikační údaje společnosti

Obchodní firma: PRO.MED.CS Praha a.s.
Sídlo společnosti: Praha 4 – Michle, Telčská 1, PSČ 140 00
Identifikační číslo: 00147893
Právní forma: akciová společnost
Datum vzniku: 1. 2. 1989
Základní kapitál: 350 000 tis. Kč (k 31. 12. 2010)

Akcie společnosti znějí na jméno a jsou vydány v listinné podobě. Celkem je vydáno 35 000 ks akcií na jméno. Jmenovitá hodnota jedné akcie je 10 000 Kč. Akcie společnosti nejsou veřejně obchodovatelné na kapitálovém trhu. Podíl akcionářů, kteří se podílejí na základním kapitálu společnosti, je znázorněn v Tab. 3.1.

Tab. 3.1 Podíl akcionářů a. s. na ZK k 31. 12. 2010

Vlastník	Hodnota vlastněných akcií	Celkový podíl na ZK
Fyzická osoba	7 000 tis. Kč	2 %
PROM.MEDIC.LIE (Lichtenštejnsko)	343 000 tis. Kč	98 %

Zdroj: Příloha k účetní závěrce společnosti PRO.MED.CS Praha a.s. za rok 2010

3.2 Profil společnosti

Akciová společnost PRO.MED.CS Praha je česká farmaceutická společnost, která se zabývá výrobou léků a potravinových doplňků. Ve svých moderně vybavených prostorách vyvíjí a vyrábí pevné lékové formy, jako jsou tablety potahované tablety a kapsle. Mimo vlastní výrobu PRO.MED.CS Praha a.s. nakupuje přípravky renomovaných producentů ze

západní Evropy (např. z Německa, Španělska a Francie) a dále je šíří na český trh, do střední a východní Evropy a do střední Asie.

Svou obchodní činnost v České republice společnost zahájila 1. 2. 1989. V průběhu roku 1990 společnost vytvořila obchodní farmaceutickou divizi a zahájila výstavbu farmaceutické výroby v Telečské ulici v Praze. Současný název PRO.MED.CS Praha a.s. společnost užívá od roku 1993. Za 23 let své činnosti se z malé společnosti stal podnik střední velikosti se silným postavením na českém trhu i na dalších trzích střední a východní Evropy a zemí střední Asie. V současnosti PRO.MED.CS Praha a.s. zaměstnává v České republice téměř 400 zaměstnanců.

Předmětem činnosti PRO.MED.CS Praha a.s. je dle přílohy k účetní závěrce za rok 2010:

- výzkum, vývoj a výrobně zpracovatelská činnost v oboru farmacie,
- obchodní činnost (nákup a prodej), koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej,
- zpracovatelská činnost v oblasti obchodu a služeb,
- výroba potravinářských doplňků,
- výzkum a vývoj v oblasti přírodních a technických věd nebo společenských věd.

Společnost si za dobu svého působení vybudovala silné postavení na tuzemském trhu a proniká i na nové zahraniční trhy. Až 73 % celkového obrátu společnosti připadá na export. V posledních letech se podíl vývozu na celkovém prodeji PRO.MED.CS Praha a.s. neustále zvyšuje a tento trend je očekáván i do budoucna.

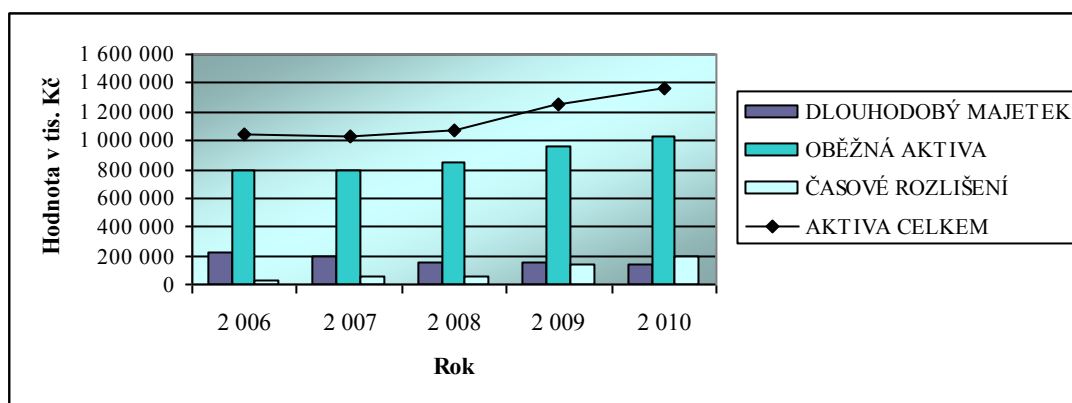
3.3 Analýza rozvahy společnosti PRO.MED.CS Praha a.s.

V následující podkapitole je provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy společnosti PRO.MED.CS Praha a.s. za sledované účetní období 2006 až 2010. Rozvahy, ze kterých se při výpočtu vycházelo, jsou uvedeny v Příloze 2. Celá horizontální a vertikální analýza rozvahy analyzované společnosti se nachází v Příloze 4 a 5.

Cílem **horizontální analýzy rozvahy** je zjistit k jakým meziročním změnám v jednotlivých položkách aktiv a pasiv v průběhu sledovaného období došlo. Tyto změny jsou sledovány jak absolutně, viz vzorec (2.1), tak relativně, viz vzorec (2.2).

Až na mírný pokles v roce 2007, kdy oproti předešlému období hodnota **aktiv** klesla o -1,44 %, objem celkových aktiv společnosti za sledované období roste, viz Graf 3.1.

Graf 3.1 Vývoj aktiv a vybraných položek aktiv za období 2006 - 2010



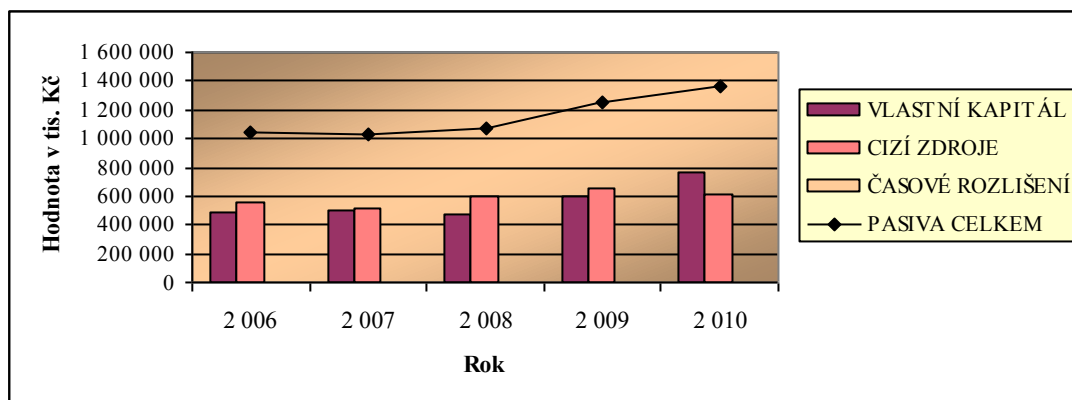
Zdroj: Rozvaha společnosti PRO.MED.CS Praha a.s., vlastní zpracování

Na poklesu celkových aktiv se v roce 2007 největší měrou podílel dlouhodobý finanční majetek, konkrétně položka jiný dlouhodobý finanční majetek, která meziročně klesla o -28 100 tis. Kč. Tento pokles byl způsoben odkoupením zásob z konsignačního skladu. Dále v tomto období došlo k poklesu hodnoty výrobků (-15 563 tis. Kč) a pohledávek z obchodních vztahů (-12 405 tis. Kč), a to z důvodu zlepšení platební morálky odběratelů. V následujícím roce 2008 však hodnota aktiv vzrostla, a to o 4,37 % oproti předcházejícímu období, na celkovou hodnotu 1 070 213 tis. Kč. Významnou měrou k tomuto vývoji přispěl nárůst pohledávek z obchodních vztahů, které promítají zejména obchody s Ruskem, kde je dlouhodobější splatnost (až 180 dní). Tato položka měla podstatný vliv na růst hodnoty aktiv i v dalším roce 2009. Vedle pohledávek vzrostla i nedokončená výroba a polotovary a výrobky (dohromady o 62 796 tis. Kč). Největší nárůst je však v tomto období zaznamenán v položce náklady příštích období, které meziročně vzrostly o 84 560 tis. Kč. Jak je patrné z Grafu 3.1, tyto náklady v rámci časového rozlišení u analyzované společnosti v průběhu sledovaného období postupně narůstají. Důvodem je finanční i operativní leasing, který již řadu let společnost využívá při pořízování automobilů, výpočetní techniky i některých strojů pro výrobu. I v roce 2010 je největší nárůst v rámci aktiv u daného podniku patrný v položkách náklady příštích období (nárůst o 53 741 tis. Kč) a pohledávky z obchodních vztahů (nárůst o 39 454 tis. Kč). Celková hodnota aktiv akciové společnosti PRO.MED.CS Praha v roce 2010 činí 1 364 451 tis. Kč.

V rámci *pasiv* došlo v květnu 2007 na základě rozhodnutí mimořádné valné hromady k navýšení základního kapitálu společnosti o 99 600 tis. Kč. Toto navýšení bylo provedeno z nerozděleného zisku společnosti za minulé období. Nově bylo vydáno 9 960 kusů kmenových akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 10 000 Kč. Upsání bylo provedeno

v poměru podílu jednotlivých akcionářů. Od tohoto roku tak činí hodnota základního kapitálu společnosti 350 000 tis. Kč. I přes toto navýšení celková hodnota pasiv v tomto období klesla, a to z důvodu nižšího výsledku hospodaření běžného účetního období, který byl oproti předešlému období o -55 857 tis. Kč nižší. Další položkou, která se významně podílela na poklesu pasiv v tomto roce, byly závazky z obchodních vztahů (absolutní změna činila - 45 760 tis. Kč). Na kladném přírůstku pasiv se v roce 2008 nejvíce podílel nárůst závazků z obchodních vztahů, které vzrostly o 42 505 tis. Kč a nárůst krátkodobých bankovních úvěrů, jež se zvýšily o 34 386 tis. Kč. V tomto roce došlo také s nástupem nového informačního systému SAP k přesunu finanční částky z položky jiné závazky do položky závazky z obchodních vztahů, jedná se o dlouhodobou půjčku společnosti od akcionářů. V roce 2009, kdy hodnota pasiv oproti předchozímu období vzrostla z 1 070 213 tis. Kč na 1 257 412 tis. Kč, což je nárůst o 187 199 tis. Kč, došlo především k velmi výraznému růstu výsledku hospodaření běžného účetního období (meziročně o 100 475 tis. Kč). Druhou významnou položkou byl růst závazků z obchodních vztahů (v relativním vyjádření 32,12 %). V roce 2010 došlo k růstu hodnoty nerozděleného zisku minulých let, kde byla přidělena podstatná část zisku, který společnost vykázala za rok 2009, zároveň došlo k poklesu závazků z obchodních vztahů o -35 613 tis. Kč.

Graf 3.2 Vývoj pasiv a vybraných položek pasiv za období 2006 - 2010



Zdroj: Rozvaha společnosti PRO.MED.CS Praha a.s., vlastní zpracování

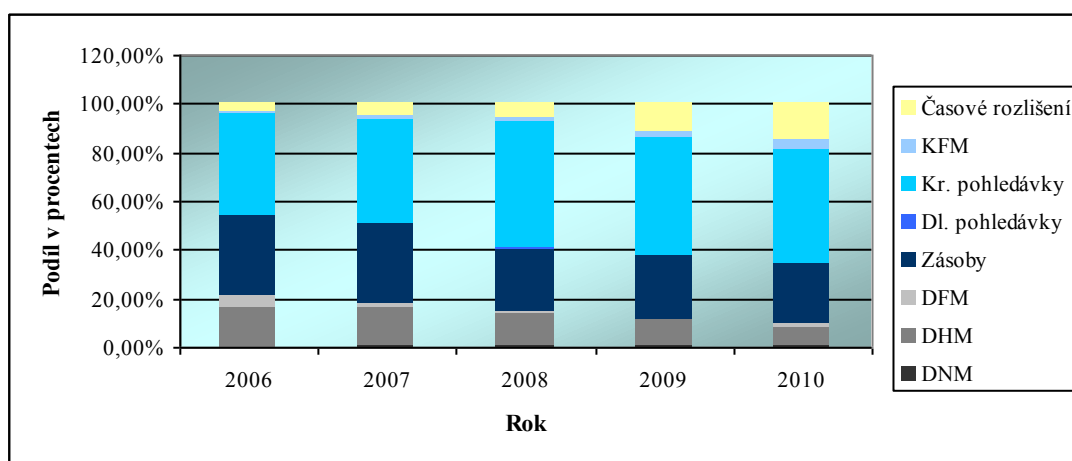
V roce 2005 si společnost PRO.MED.CS Praha a.s. vzala dlouhodobý bankovní investiční úvěr u ČSOB, a.s., který byl použit na přestavbu výrobních prostor. Další úvěr byl pořízen v roce 2008 na nákup licenčních práv nového informačního systému SAP. Mimo těchto závazků společnost využívá pro krátkodobé operativní financování v jednotlivých

letech kontokorentní úvěr. Potřeba tohoto financování vyvstala v souvislosti s převažujícím vývozem, kde jsou nutné delší doby splatnosti a firma není solventní rovnoměrně.

Prostřednictvím **vertikální analýzy rozvahy** lze zjistit, jak se jednotlivé položky aktiv, resp. pasiv podílejí na celkové bilanční sumě, přičemž platí základní bilanční pravidlo, podle kterého se suma aktiv rovná sumě pasiv. Jednotlivé podíly jsou vyčíslovány na základě vzorce (2.3).

Struktura **aktiv** analyzované společnosti za sledované období je zobrazena v následujícím Grafu 3.3.

Graf 3.3 Struktura aktiv za období 2006 - 2010



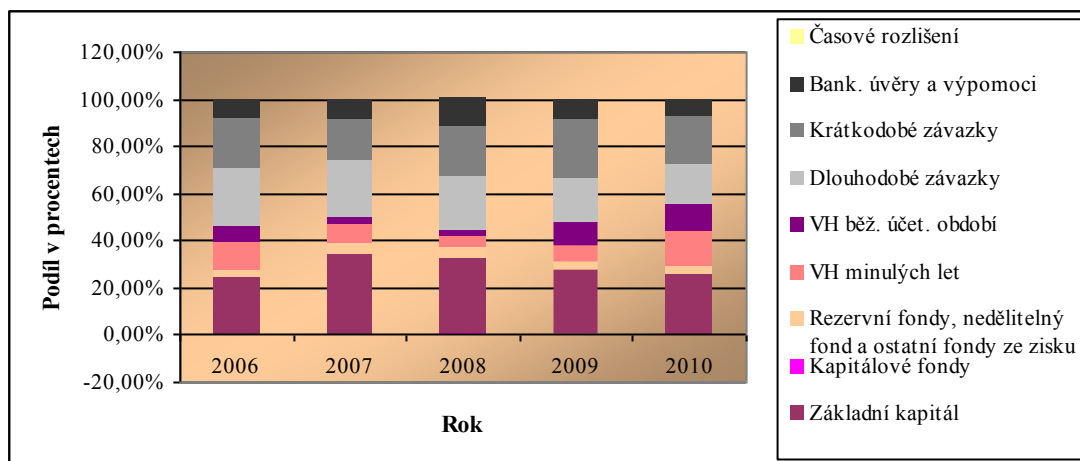
Zdroj: vlastní zpracování

Z vertikální analýzy rozvahy (viz Příloha 5) vyplývá, že největší část aktiv tvoří oběžný majetek. Jeho podíl po celé sledované období byl vždy větší než 75 %. V rámci oběžného majetku připadá největší část na krátkodobé pohledávky, konkrétně na pohledávky z obchodních vztahů (postupně po letech: 40,46 %; 39,84 %; 50,27 %; 46,86 % a 46,08 %) a dále na zásoby, u kterých však až na nepatrný nárůst v roce 2009 o 0,21 p. b. oproti předchozímu období, celkový podíl v čase postupně klesá. U zásob tvoří největší podíl především výrobky. Z dlouhodobého majetku připadá největší díl na dlouhodobý hmotný majetek, blíže na stavby a samostatné movité věci a soubory movitých věcí. I u těchto položek v průběhu sledovaného období dochází ke snižování jejich podílu na celkových aktivech analyzované společnosti, viz Příloha 5.

Graf 3.4 ukazuje strukturu pasiv akciové společnosti PRO.MED.CS Praha za období 2006 až 2010. Poměr vlastního kapitálu a cizích zdrojů je po celé sledované období velmi

vyrovnaný. Lze však konstatovat, že jen nepatrně větší část z celkového objemu pasiv připadá na cizí zdroje (2006 – 53,31 %; 2007 – 50,70 %; 2008 – 55,50 %; 2009 – 52,18 %), až na rok 2010, kdy podíl vlastního kapitálu na pasivech činí 55,64 %.

Graf 3.4 Struktura pasiv za období 2006 - 2010



Zdroj: vlastní zpracování

Z oblasti cizích zdrojů tvoří podstatnou část dlouhodobé a krátkodobé závazky (konkrétně závazky z obchodních vztahů), menší část připadá na bankovní úvěry a výpomoci, viz Graf 3.4. Ostatní položky jsou zanedbatelné. Největší objem prostředků je však až na rok 2006 vázán v základním kapitálu. Dalšími významnějšími položkami co do velikosti objemu, v rámci vlastního kapitálu, jsou výsledek hospodaření minulých let a výsledek hospodaření běžného účetního období. V průměru 3,67 % připadá na rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku.

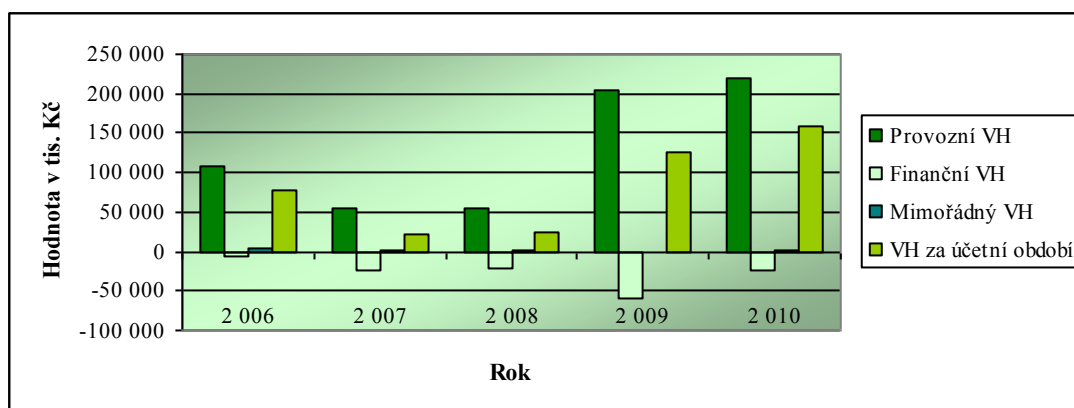
3.4 Analýza výkazu zisku a ztráty společnosti PRO.MED.CS Praha a.s.

Nyní následuje horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty společnosti PRO.MED.CS Praha a.s. za sledované období 2006 až 2010. Výkazy zisku a ztráty, ze kterých se při výpočtu vycházelo, jsou uvedeny v Příloze 3. Celá horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty analyzované společnosti se nachází v Příloze 6 a 7.

Cílem **horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty** je zjistit jak se meziročně změnily výnosy, náklady a výsledek hospodaření v průběhu sledovaného období. Stejně jako u horizontální analýzy rozvahy i zde byly použity vzorce (2.1) a (2.2).

Po všechna sledovaná účetní období analyzovaná společnost dosahuje kladného výsledku hospodaření, tedy zisku (viz Graf 3.5). V roce 2007 je však patrný výrazný pokles výsledku hospodaření za účetní období (absolutní změna činí -55 859 tis. Kč). Z Grafu 3.5 vyplývá, že k poklesu došlo jak v provozní, tak finanční oblasti. Snížil se i mimořádný výsledek hospodaření, ovšem ten není tak významný. V rámci celkového poklesu zisku v tomto roce sehrál významnou roli především pokles provozního výsledku hospodaření, jenž se snížil o -51 642 tis. Kč. Na tento vývoj měla největší vliv položka změna stavu zásob vlastní činnosti, která klesla o -61 385 tis. Kč. V nadcházejícím roce 2008 došlo ještě k větší změně stavu zásob vlastní činnosti (absolutní pokles činil -89 974 tis. Kč). Důvodem byl přechod na nový informační systém SAP, kdy byla upravena kalkulace, a byly přeceněny skladové zásoby. Vývoj tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, které v čase vykazují rostoucí trend a pokles spotřeby materiálu a energie v roce 2008 však vedly k tomu, že dopad na provozní výsledek hospodaření nebyl negativní a oproti předešlému období došlo k jeho nepatrnému růstu o 267 tis. Kč. V roce 2009 došlo k velmi výraznému růstu výkonů (meziroční nárůst o 386 064 tis. Kč) a přidané hodnoty (změna o 208 352 tis. Kč), což zapříčinilo i růst provozního výsledku hospodaření a v konečném důsledku i růst zisku. V roce 2010 společnost vykázala čistý zisk ve výši 159 822 tis. Kč, oproti předchozímu období se jí tak podařilo jeho hodnotu navýšit o 33 844 tis. Kč. Důvodem byl zejména růst finančního výsledku hospodaření o 34 112 tis. Kč (přestože se stále pohybuje v záporných hodnotách), a to především díky poklesu ostatních finančních nákladů, které meziročně klesly o -35 667 tis. Kč.

Graf 3.5 Vývoj jednotlivých položek výsledku hospodaření za období 2006 - 2010



Zdroj: Rozvaha společnosti PRO.MED.CS Praha a.s., vlastní zpracování

Za pomoci **vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty** lze zjistit, jak se jednotlivé složky výsledovky podílejí na celkovém zvoleném základu, kterým je v tomto případě suma tržeb za prodej zboží a tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. K vyčíslení daných podílů byl použit vzorec (2.3).

V oblasti **výnosů** analyzované společnosti jsou nejvíce zastoupeny tržby za prodej vlastních výrobků a služeb (72,93 %; 70,69 %; 71,32 %; 78,26 %; 80,60 %) a tržby za prodej zboží (27,07 %; 29,31 %; 28,68 %; 21,74 %; 19,40 %). Až do roku 2008 rostl také podíl ostatních finančních výnosů (4,45 %; 4,87 % a 5,42 %). V následujícím roce však už objem jejich podílu činil 3,26 % a v roce 2010 dokonce jen 2,59 %.

Z pohledu **nákladů** připadá největší část na výkonovou spotřebu (po celé sledované období její podíl neklesl pod hranici 50 %), která představuje sumu položek spotřeba materiálu a energie a služby. Další významnou položkou jsou náklady vynaložené na prodané zboží (20,87 %; 20,51 %; 19,21 %; 13,59 % a 10,46 %) a osobní, resp. mzdové náklady (v průměru 11,38 %).

3.5 Charakteristika farmaceutického průmyslu

V souladu s odvětvovou klasifikací ekonomických činností (OKEČ), která se užívala do roku 2008, se zpracovatelský průmysl členil na 14 sektorů a 23 oddílů. V rámci tohoto dělení se chemický a farmaceutický průmysl řadil do sekce D, subsekce DG a oddílu 24. Celkem zahrnoval sedm výrobních oborů, a sice:

- 24.1 Výroba základních chemických látek,
- 24.2 Výroba pesticidů a agrochemikálií,
- 24.3 Výroba nátěrových hmot a tmelů,
- 24.4 Výroba léčiv a jiných produktů,
- 24.5 Výroba čistících a kosmetických prostředků,
- 24.6 Výroba ostatních chemických látek a přípravků,
- 24.7 Výroba chemických vláken.

V roce 2009 přešel Český statistický úřad na nové členění a číslování CZ-NACE.

Odvětví je tak nově číslováno jako CZ-NACE 20 – Výroba chemických látek a chemických přípravků. Zvlášť je pak veden farmaceutický průmysl (původně OKEČ 24.4)

jako CZ-NACE 21 – Výroba základních farmaceutických výrobků a farmaceutických přípravků.

Farmaceutický průmysl dlouhodobě patří k velmi perspektivním odvětvím. Toto odvětví posiluje vedle očekávaného demografického vývoje v České republice v podobě přírůstku starších osob v populaci a jejich větší poptávky po léčivech i trend růstu spotřeby léků v celé populaci. Očekává se, že se tento trend s největší pravděpodobností v nejbližších letech nezastaví. Dlouhodobě ve farmaceutickém průmyslu stoupá také zaměstnanost.

Přestože spotřeba léčiv je v tuzemsku z větší části kryta dovozem, představuje neustálý růst tohoto trhu velkou příležitost pro domácí výrobce. Za období 2001 až 2007 stoupla zaměstnanost ve výrobě léčiv na území ČR až o jednu třetinu. Tuto skutečnost potvrzuje jak šetření pracovních sil, tak také samotných podniků. Za velmi příznivé lze hodnotit rychlejší růst produktivity práce, jenž v průběhu let 2004 až 2006 stoupla téměř o 38 %, přičemž tato hodnota je ve srovnání s tempem růstu EU-27 i EU-15 výrazně vyšší. I přesto je však produktivita v komparaci s EU-27 stále nízká a pohybuje se ve srovnání s ní na zhruba třetinové úrovni. Pozvolné přibližování tuzemské a evropské úrovně produktivity práce ve výrobě léčiv pozitivně ovlivňují investiční aktivity výrobců. Jejich produkce na trhy evropských ekonomik prudce roste.

Česká republika se po roce 1990 ocitla ve velmi dynamicky se měnícím prostředí. Společenské klima i národní hospodářství ovlivnila zásadním způsobem změna politického systému. Velkými změnami prošlo i české zdravotnictví.

Farmaceutický průmysl v ČR je charakterizován vysokou přidanou hodnotou produkce, která je založena na kvalifikovaných technologiích s vysokými nároky na výzkum a vývoj a odbornou pracovní sílu. Výroba ve farmaceutickém průmyslu je všeobecně spojena s vysokou investiční náročností, ale také i s vysokými zisky. Z výše uváděných skutečností odvětví farmacie zaujímá ve všech vyspělých státech výlučné postavení. Výjimečné postavení je přisuzováno i jednotlivým subjektům, jež figuruji na farmaceutickém trhu. Těmito subjekty jsou především velkodistributoři léčiv, výrobci, lékárny, zákazníci a specifické postavení náleží i státu.

4 Analýza podniku a odvětví pomocí vybraných indikátorů a jejich srovnání

Čtvrtá kapitola diplomové práce je zaměřena na analýzu hodnocení finanční výkonnosti vybraného podniku a odvětví za období 2006 až 2010 a jejich srovnání. U daného podniku je nejprve hodnocena finanční výkonnost pomocí tradičních poměrových ukazatelů a souhrnných modelů hodnocení finanční úrovně podniku. Následně je finanční situace podniku hodnocena také pomocí moderního ekonomického ukazatele EVA, u nějž je navíc proveden pyramidový rozklad. Ekonomická přidaná hodnota je vypočtena za sledované období také u příslušného odvětví. Poté je provedeno srovnání vybraných indikátorů podniku a odvětví a celkové zhodnocení dosažených výsledků.

4.1 Analýza finančních poměrových ukazatelů vybraného podniku

V následující podkapitole je za pomoci tradičních poměrových ukazatelů hodnocena finanční situace analyzované společnosti PRO.MED.CS Praha a.s. za období 2006 – 2010.

Při výpočtech jednotlivých poměrových ukazatelů byly použity data z rozvahy (viz Příloha 2) a výkazu zisku a ztráty (viz Příloha 3) analyzované společnosti za dané účetní období.

4.1.1 Analýza ukazatelů rentability

Ukazatelé rentability všeobecně slouží ke zhodnocení výnosnosti investovaného kapitálu. Vypočtené hodnoty jednotlivých ukazatelů rentability analyzované společnosti jsou zobrazeny v Tab. 4.1.

Tab. 4.1 Hodnoty ukazatelů rentability za období 2006 - 2010

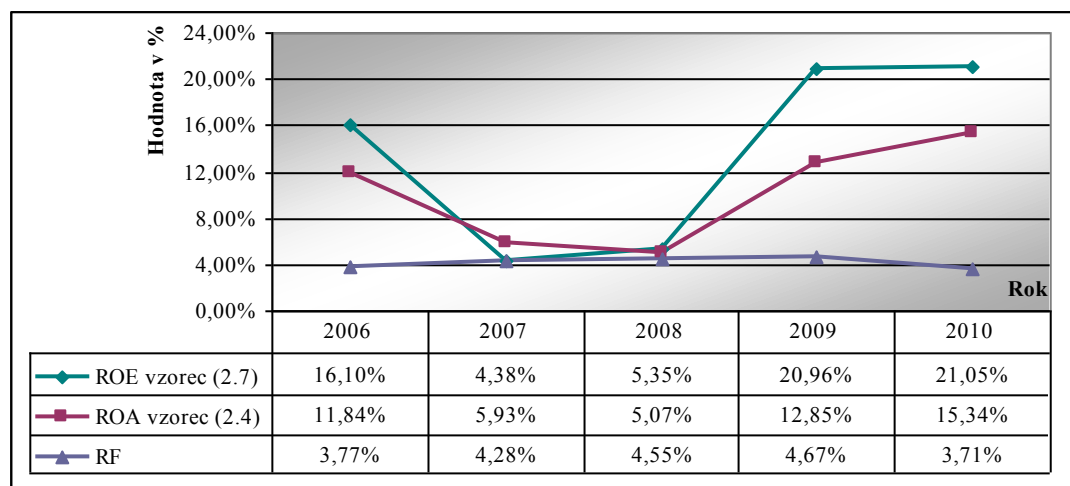
Ukazatel	Vzorec	Rok				
		2006	2007	2008	2009	2010
ROA	(2.4)	11,84 %	5,93 %	5,07 %	12,85 %	15,34 %
ROCE	(2.6)	15,47 %	7,56 %	7,19 %	19,07 %	21,06 %
ROE	(2.7)	16,10 %	4,38 %	5,35 %	20,96 %	21,05 %
ROS (EAT)	(2.9)	7,50 %	1,97 %	2,08 %	9,34 %	10,45 %
ROC	(2.10)	7,76 %	2,04 %	2,26 %	9,55 %	11,26 %

Zdroj: vlastní zpracování

Z Tab. 4.1 je na první pohled patné, že v roce 2007 došlo k výraznému poklesu všech analyzovaných ukazatelů rentability. Tento vývoj byl zapříčiněn především vysokým úbytkem v oblasti provozního zisku, který meziročně klesl o -51 842 tis. Kč (viz Příloha 6). Na tento pokles měla největší vliv položka změna stavu zásob vlastní činnosti. V následujícím roce 2008 se hodnota ukazatele rentability aktiv a rentability dlouhodobých zdrojů ještě dále nepatrně prohloubila, u ostatních ukazatelů naopak nastal mírný růst. Druhým extrémním obdobím byl rok 2009, kdy výrazně vzrostly hodnoty všech ukazatelů rentability. Důvodem byl růst provozního výsledku hospodaření, vyvolaný především růstem hodnoty výkonů a přidané hodnoty. Rostoucí trend všech uvedených ukazatelů rentability pokračuje i v dalším roce 2010, což je pro podnik příznivé.

Jak je patrné z Tab. 4.1 nejnižší míry zhodnocení daná společnost dosahuje u ukazatele čisté ziskovosti tržeb.

Graf 4.1 Srovnání ROE, ROA a bezrizikové sazby za období 2006 - 2010



Zdroj: www.mpo.cz, vlastní zpracování

Pro investory dané společnosti je důležité zejména srovnání hodnoty ukazatele rentability vlastního kapitálu s velikostí bezrizikové úrokové sazby. Z investorského hlediska je totiž důležité, aby rentabilita vlastního kapitálu byla vyšší, než míra bezrizikové sazby, neboť jedině tak je investice do dané společnosti efektivní.

Z Grafu 4.1 vyplývá, že hodnoty ukazatele ROE jsou po všechna sledovaná období větší, než míra bezrizikové sazby. V letech 2007 a 2008 není rozdíl příliš velký, ale i tak lze konstatovat, že investice do společnosti PRO.MED.CS Praha a.s. je za sledované období výhodná, neboť zaručuje svým investorům návratnost vyšší, než jakou by jim přinesla alternativní investice do bezrizikové sazby (např. desetileté státní dluhopisy).

Pro lepší vypovídací schopnost je v Grafu 4.1 uveden také vývoj rentability aktiv dané společnosti, jelikož by všeobecně mělo platit, že hodnoty ukazatele ROE jsou vyšší než hodnoty ukazatele ROA a zároveň, že hodnoty ukazatele ROA jsou vyšší než míra bezrizikové úrokové sazby. Toto pravidlo v aplikaci na analyzovanou společnost neplatí pouze v roce 2007, kdy hodnota $ROE < ROA$.

4.1.2 Analýza ukazatelů likvidity

Pomocí analýzy likvidity lze zjistit, jak je daný podnik schopen splácet své závazky. V Tab. 4.2 jsou uvedeny hodnoty jednotlivých ukazatelů likvidity analyzované společnosti za sledované období.

Tab. 4.2 Hodnoty ukazatelů likvidity za období 2006 - 2010

Ukazatel	Vzorec	Rok				
		2006	2007	2008	2009	2010
Běžná likvidita	(2.11)	3,25	3,57	2,71	2,36	2,79
Pohotová likvidita	(2.12)	1,83	2,06	1,83	1,56	1,88
Okamžitá likvidita	(2.13)	0,05	0,06	0,05	0,08	0,16
ČPK_{KR} (v tis. Kč)	(2.14)	573 361	616 330	597 645	700 818	860 274
ČPK_{DL} (v tis. Kč)	(2.15)	573 361	616 330	597 645	700 818	860 274

Zdroj: vlastní zpracování

Až na rok 2009 se hodnoty ukazatele **běžné likvidity** (viz Tab. 4.2) analyzované společnosti zcela vymykají doporučeným hodnotám. V čase navíc nejsou dané hodnoty stabilní, ale vyznačují se kolísavým charakterem.

V oblasti **pohotové likvidity** (viz Tab. 4.2), opět až na rok 2009, se podnik taktéž nepohybuje v rozmezí doporučeného intervalu. Pohotová likvidita by se v čase měla vyznačovat rostoucím charakterem, což by mělo signalizovat předpokládané zlepšení finanční a platební situace. Vývoj u analyzované společnosti lze však až na rok 2007 a 2009 označit za stagnující.

Okamžitá likvidita je v porovnání s doporučenou hodnotou nízká, ovšem v roce 2010 se jí už přibližuje (viz Tab. 4.2). Vývoj okamžité likvidity je za všechna období srovnatelný, tzn. nevychyluje se (až na rok 2010), avšak očekávaným trendem by měl být růst hodnoty ukazatele v čase.

Jak je patrné z Tab. 4.2, **čistý pracovní kapitál** po celé účetní období 2006 – 2010 dosahuje kladných hodnot, což svědčí o tom, že část oběžných aktiv je financována

dlouhodobými zdroji. Až na rok 2008, kdy je zaznamenán propad ČPK o -18 685 tis. Kč oproti předchozímu období, se hodnoty v čase vyznačují rostoucím trendem, což je pro společnost příznivé.

Celkově lze hodnotit, že mimo ukazatele ČPK, nejsou hodnoty jednotlivých ukazatelů likvidity pro podnik příznivé. Z horizontální analýzy rozvahy PRO.MED.CS Praha a.s. (viz Příloha 4) je patrné, že až na rok 2007, dochází v rámci krátkodobých pohledávek k výraznému růstu pohledávek z obchodních vztahů, na jejichž splacení (snížení) by se společnost měla zaměřit. Případně by se společnost mohla pokusit o vyjednání lepších termínů splátek svých závazků.

4.1.3 Analýza ukazatelů aktivity

Prostřednictvím analýzy aktivity je možné měřit, jak podnik využívá jednotlivé složky svého majetku. V níže uvedené Tab. 4.3 jsou zachyceny hodnoty daných ukazatelů aktivity vybrané společnosti za období let 2006 – 2010.

Tab. 4.3 Hodnoty ukazatelů aktivity za období 2006 - 2010

Ukazatel	Vzorec	Rok				
		2006	2007	2008	2009	2010
Obrat celkových aktiv (počet obrátů/rok)	(2.17)	1,00	1,10	1,14	1,07	1,12
Doba obratu aktiv (ve dnech)	(2.18)	360	329	315	336	321
Obrat zásob (počet obrátů/rok)	(2.19)	3,03	3,37	4,41	4,10	4,55
Doba obratu zásob (ve dnech)	(2.20)	119	107	82	88	79
Doba obratu kr. pohledávek (ve dnech)	(2.21)	150	141	164	161	150
Doba obratu kr. závazků (ve dnech)	(2.22)	75	56	67	82	64

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel **obratu celkových aktiv** slouží ke zhodnocení efektivnosti využívání celkového majetku daným podnikem za rok. Na základě vypočtených hodnot tohoto ukazatele (viz Tab. 4.3), lze konstatovat, že analyzovaná společnost PRO.MED.CS Praha a.s. je schopna využít svůj majetek v průměru 1,09krát za rok v průběhu sledovaného období. Přičemž jak je patrné z Tab. 4.3 v období let 2006 – 2008 je zaznamenán nepatrný růst ukazatele v čase, což je pro podnik příznivé. V roce 2009 nastal mírný pokles z důvodu vysokého růstu objemu celkových aktiv.

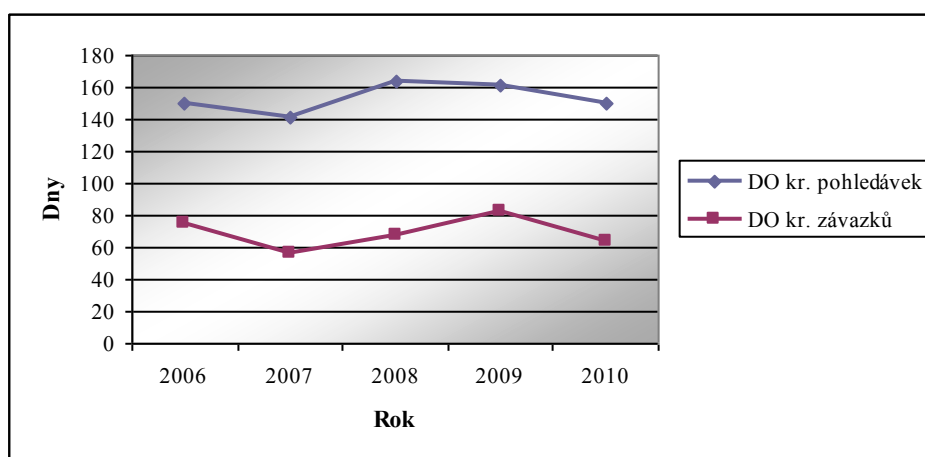
Jak je patrné z Tab. 4.3 nejdelší **doba obratu aktiv** analyzované společnosti je zaznamenána v roce 2006, kdy přeměna aktiv podniku na peněžní prostředky trvala 360 dní. Až do roku 2008 vykazují hodnoty ukazatele doby obratu aktiv klesající trend (viz Tab. 4.3),

což je pro podnik příznivé. V roce 2009 však hodnota ukazatele vzrostla, jelikož objem celkových aktiv analyzované společnosti se zvýšil více než objem tržeb za prodej zboží a tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb.

Až na rok 2009 se hodnoty ukazatele **obratu zásob** analyzované společnosti vyznačují rostoucím charakterem (viz Tab. 4.3), což lze hodnotit za pozitivní. Příznivě se vyvíjejí také hodnoty ukazatele **doby obratu zásob**, neboť se společnosti daří v průběhu sledovaného období dobu obratu zásob zkracovat (opět až na rok 2009).

Pro větší přehled a názornost jsou hodnoty ukazatele **doby obratu krátkodobých pohledávek** a **doby obratu krátkodobých závazků** zaznamenány do Grafu 4.2.

Graf 4.2 Vývoj doby obratu krátkodobých pohledávek a závazků za období 2006 - 2010



Zdroj: vlastní zpracování

Podle *pravidla solventnosti*, viz vzorec (2.23), by mělo platit, že doba obratu pohledávek je kratší než doba obratu závazků, což v podmínkách analyzované společnosti neplatí ani v jednom ze sledovaných období. Společnost by se tedy měla zaměřit na svou inkasní politiku, aby jí peněžní prostředky za krátkodobé pohledávky přicházely dříve, než bude muset uhradit krátkodobé závazky.

4.1.4 Analýza ukazatelů zadluženosti

Ukazateli zadluženosti je sledována struktura kapitálu podniku z hlediska jeho původu. Vypočtené hodnoty ukazatelů zadluženosti v aplikaci na analyzovanou společnost jsou obsaženy v Tab. 4.4.

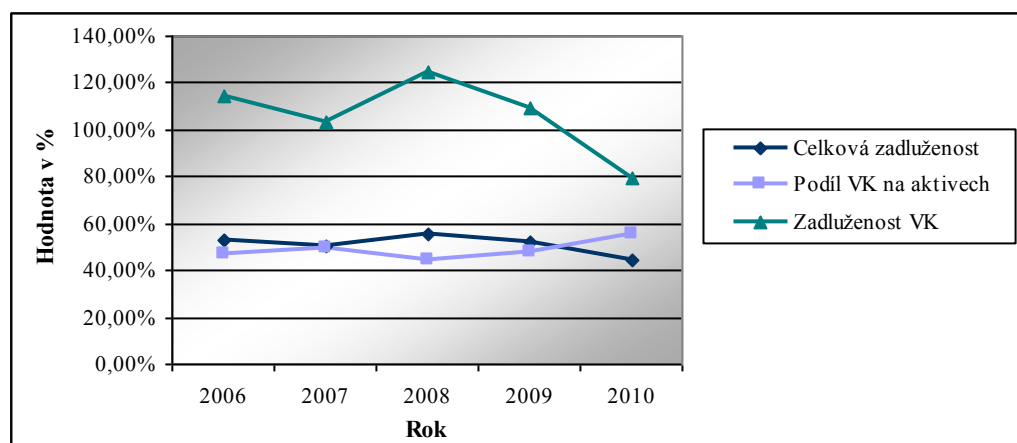
Tab. 4.4 Hodnoty ukazatelů zadluženosti za období 2006 - 2010

Ukazatel	Vzorec	Rok				
		2006	2007	2008	2009	2010
Celková zadluženost	(2.24)	53,31 %	50,70 %	55,50 %	52,18 %	44,36 %
Podíl VK na aktivech	(2.25)	46,56 %	49,29 %	44,50 %	47,81 %	55,64 %
Zadluženost VK	(2.26)	114,50 %	102,87 %	124,72 %	109,15 %	79,72 %
Úrokové krytí	(2.27)	7,32	2,19	2,90	9,74	14,96
Úrokové zatížení	(2.28)	0,14	0,46	0,34	0,10	0,07

Zdroj: vlastní zpracování

Pro větší přehlednost jsou hodnoty vybraných ukazatelů zadluženosti zachyceny také v Grafu 4.3.

Graf 4.3 Vývoj vybraných ukazatelů zadluženosti za období 2006 - 2010



Zdroj: vlastní zpracování

Hodnoty ukazatele **celkové zadluženosti** se v průběhu sledovaného období pohybují v rozmezí od 44 – 56 %, viz Tab. 4.4, přičemž jak lze pozorovat v Grafu 4.3, v čase se vyznačují převážně klesajícím trendem, což poukazuje na snižování rizika pro věřitele.

Prostřednictvím ukazatele **podílu vlastního kapitálu na aktivech** lze zjistit, do jaké míry je podnik schopen krýt svůj majetek vlastními zdroji. Jak je patrné z Grafu 4.3, v čase se hodnoty tohoto ukazatele pohybují pomalu rostoucím tempem, až na rok 2008, kdy je zaznamenán pokles hodnoty ukazatele o -4,79 p. b. oproti předchozímu období. K tomuto negativnímu vývoji došlo zejména z důvodu poklesu vlastního kapitálu, resp. snížení hodnoty nerozděleného zisku minulých let. Při pohledu na Tab. 4.4 lze konstatovat, že finanční samostatnost analyzovaného podniku se v průběhu sledovaného období pohybuje v rozmezí od 44 do 56 %.

Hodnoty ukazatele ***zadluženosti vlastního kapitálu*** se v letech 2006 – 2007 a 2009 – 2010 (viz. Tab. 4.4) pohybují v doporučeném pásmu, které je typické pro stabilní společnosti. V roce 2008 je velikost tohoto ukazatele lehce nad doporučenou horní hranicí (cca o 5 p. b.). Tento nárůst je způsoben, stejně jako u předchozího ukazatele v tomto období, poklesem vlastního kapitálu, v rámci kterého došlo k výraznému úbytku hodnoty nerozděleného zisku minulých let, a také růstem cizích zdrojů, a to především závazků z obchodních vztahů a krátkodobých bankovních úvěrů.

Hodnoty ukazatele ***úrokového krytí*** (viz Tab. 4.4) udávají, kolikrát jsou nákladové úroky podniku kryty výší výsledku hospodaření před zdaněním a úroků. V letech 2007 a 2008 je tato hodnota nízká z důvodu malého výsledku hospodaření před zdaněním a vysokých nákladových úroků. Nejvíce krát je zajištěno placení úroků v roce 2010, a to téměř 15krát. Příčinou je vysoký výsledek hospodaření před zdaněním, který v průběhu sledovaného období, právě v roce 2010, dosahuje své absolutně největší hodnoty a nízkým nákladovým úrokům, které naopak v čase vykazují absolutně nejnižší u nich zaznamenanou hodnotu.

Při použití ukazatele ***úrokového zatížení*** je možné zjistit, jakou část z celkového výsledku hospodaření před zdaněním a úroků odčerpají nákladové úroky. Nejvyšších hodnot ukazatel dosahuje v roce 2007 (viz Tab. 4.4), kdy je hodnota výsledku hospodaření před zdaněním za celých pět let sledování absolutně nejvyšší a hodnota nákladových úroků naopak nejvyšší. Jak je dále patrné z Tab. 4.4 hodnoty tohoto analyzovaného ukazatele od roku 2008 postupně klesají, což je pro společnost příznivé.

4.2 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně vybraného podniku

Vedle poměrových finančních ukazatelů je vhodné, pro posouzení celkové finanční situace podniku, využít také souhrnné modely hodnocení finanční pozice. Hlavní úlohou těchto souhrnných modelů je poskytnout rychlý a přehledný obraz o celkové finanční situaci daného podniku primárně za pomoci jednoho čísla.

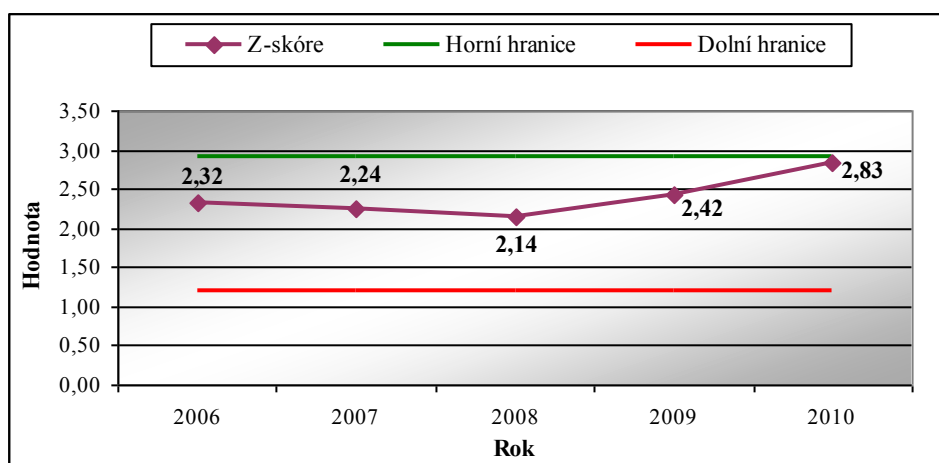
K vybraným souhrnným modelům, jež budou aplikovány na data analyzované společnosti za období 2006 – 2010 patří Altmanovo Z-skóre, Kralickuv Quick-test a index IN05. Vstupní údaje jsou čerpány z rozvahy a výkazu zisku a ztráty analyzované společnosti za sledované účetní období, viz Příloha 2 a 3.

4.2.1 Altmanovo Z-skóre

Při aplikaci bankrotního Altmanova modelu byla použita verze pro podniky, jejichž akcie nejsou veřejně obchodovatelné na kapitálovém trhu, viz vzorec (2.29), neboť analyzovaná společnost PRO.MED.CS Praha a.s. nemá akcie kotované na kapitálovém trhu.

Z Grafu 4.4 je patrné, že se výsledné hodnoty Altmanova modelu dané společnosti nacházejí po celé sledované období mezi dolní a horní hranicí stanoveného doporučeného intervalu. Společnost PRO.MED.CS Praha a.s. tedy spadá v letech 2006 až 2010 do oblasti tzv. šedé zóny, kdy nelze jednoznačně určit, zda se jedná o podnik s minimální či vysokou pravděpodobností bankrotu.

Graf 4.4 Vývoj hodnot Altmanova Z-skóre za období 2006 - 2010



Zdroj: vlastní zpracování

Od roku 2009 však hodnota Z-skóre analyzované společnosti roste a v roce 2010 se již velmi přibližuje horní hranici intervalu 2,9 (viz Graf 4.4), nad kterou se podle teoretických závěrů nachází podniky s minimální pravděpodobností bankrotu.

Výsledné hodnoty Altmanova modelu je ovšem důležité brát s určitou rezervou, neboť se jedná o model, který vznikl za zcela odlišných ekonomických podmínek a při výpočtu nezohledňuje odvětvové zaměření daného podniku.

4.2.2 Kralickuv Quick-test

Bonitním modelem, který byl aplikován na analyzovanou společnost je Kralickuv Quick-test, pomocí kterého lze rychle a s poměrně velmi dobrou vypovídací schopností ohodnotit finanční situaci daného podniku.

Zjištěné hodnoty finanční stability, výnosové situace a celkového hodnocení finanční úrovně podniku, které Kralickuv Quick-test zkoumá, jsou uvedeny v Tab. 4.5.

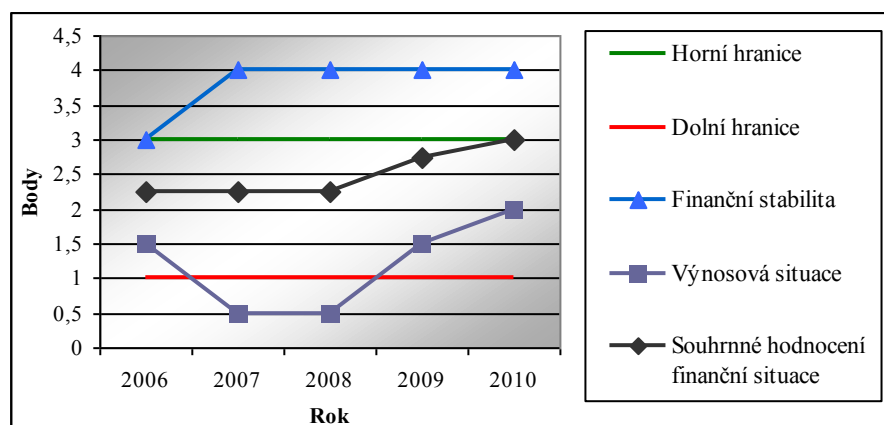
Tab. 4.5 Výsledné hodnoty Kralickova Quick-testu v bodech za období 2006 - 2010

Ukazatel	Vzorec	Rok				
		2006	2007	2008	2009	2010
Finanční stabilita	(2.33)	3	4	4	4	4
Výnosová situace	(2.34)	1,5	0,5	0,5	1,5	2
Souhrnné hodnocení finanční situace	(2.35)	2,25	2,25	2,25	2,75	3

Zdroj: vlastní zpracování

Pro větší přehlednost jsou vypočtené hodnoty daného modelu spolu s doporučenými mezními hodnotami zobrazeny také v Grafu 4.5.

Graf 4.5 Vývoj hodnot Kralickova Quick-testu za období 2006 - 2010



Zdroj: vlastní zpracování

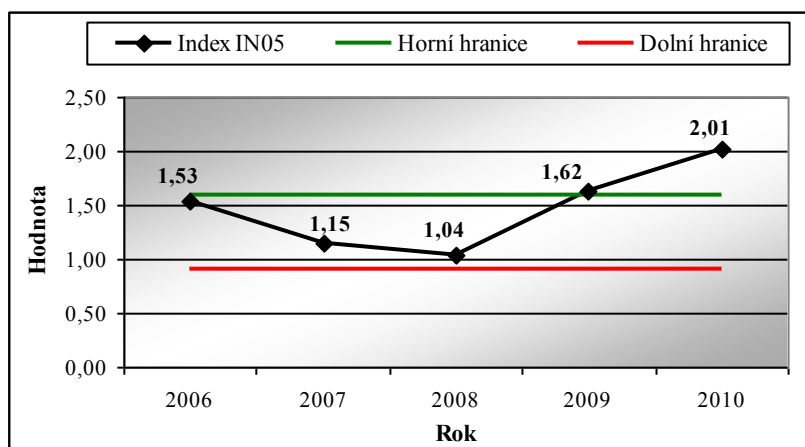
Z Grafu 4.5 je patrné, že finanční stabilita analyzované společnosti se po celé sledované období, až na rok 2006, pohybuje nad doporučenou horní hranicí, tedy nabývá hodnot větších než 3 body. Z tohoto důvodu lze v daném období podnik označit za finančně stabilní. Naproti tomu bodové ohodnocení výnosové situace společnosti je v letech 2007 a 2008 menší než 1 bod (viz Graf 4.5), což upozorňuje na malou výnosnost v tomto období. Příčinou tohoto vývoje je nízký výsledek hospodaření před zdaněním. V letech 2006, 2009 a 2010 se hodnoty výnosové situace pohybují již nad spodní jednobodovou hranicí, viz Graf 4.5. Souhrnné hodnocení finanční situace analyzované společnosti se v průběhu let 2006 až 2010 pohybuje v rozmezí od 2,25 do 3 bodů (viz Tab. 4.5). S určitostí tedy nelze jednoznačně označit analyzovaný podnik v tomto období celkově za velmi dobrý nebo špatný. Rostoucí

vývoj výnosové situace v posledních dvou sledovaných letech (viz Graf 4.5) by však mohl naznačovat zlepšení celkové finanční situace podniku do budoucna.

4.2.3 Index IN05

Pro celkové zhodnocení finanční situace podniku jsou v českých ekonomických podmínkách nejvhodnější bonitní a bankrotní indexy IN. Jedná se totiž o modely, které vznikly na základě dat z českých podniků a z tohoto důvodu mají nejlepší vypovídací schopnost. Na danou společnost PRO.MED.CS Praha a.s. byla aplikována nejnovější verze ze skupiny indexů IN, a to index IN05, který vznikl jako aktualizace indexu IN01 na datech z roku 2004. Vývoj vypočtených hodnot indexu IN05 vybraného podniku za sledované období spolu s porovnávanou horní a dolní hranicí hodnot je zachycen v Grafu 4.6.

Graf 4.6 Vývoj hodnot indexu IN05 za období 2006 - 2010



Zdroj: vlastní zpracování

Jak je patrné z Grafu 4.6 v období let 2006 až 2008 se výsledné hodnoty indexu IN05 analyzované společnosti pohybují uvnitř stanovené dolní a horní hranice indexu, resp. v šedé zóně. Dle teoretických závěrů je tedy možné konstatovat, že daný podnik v tomto období má prakticky 50 % pravděpodobnost bankrotu a ze 70 % bude tvořit hodnotu. V roce 2009 a 2010 se hodnota vypočteného indexu IN05 daného podniku dostává již nad stanovenou horní hranici indexu 1,6. Analyzovaná společnost má tak v těchto letech 92 % pravděpodobnost, že nebankrotuje a s 95 % pravděpodobností bude tvořit hodnotu.

4.3 Analýza finanční výkonnosti podniku na bázi ukazatele EVA

Následující podkapitola je věnována analýze finanční výkonnosti společnosti PRO.MED.CS Praha a.s. na bázi ukazatele EVA za období let 2006 až 2010. Výpočet ekonomické přidané hodnoty vychází ze zúženého pojetí hodnotového rozpětí (EVA-Equity), viz vzorec (2.43). Zdrojem dat byly základní výkazy finančního účetnictví, tedy rozvaha a výkaz zisku a ztráty analyzované společnosti za sledované období, viz Příloha 2 a 3 a internetové stránky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR.

Nejprve je nutné stanovit náklady na vlastní kapitál.

4.3.1 Stanovení nákladu kapitálu podniku

Náklady kapitálu analyzované společnosti jsou ve sledovaném období stanoveny podle nejnovější verze stavebnicového modelu, jenž používá Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR.

Jako první musí být stanoveny náklady celkového kapitálu nezadlužené společnosti ($WACC_U$), které představují sumu bezrizikové sazby (R_F) a jednotlivých rizikových přírážek (R_{LA} , $R_{podnikatelské}$, $R_{finstab}$).

Následující Tab. 4.6 obsahuje hodnoty **bezrizikové sazby** za sledované účetní období. Jednotlivé bezrizikové sazby byly stanoveny jako výnos 10letých státních dluhopisů.

Tab. 4.6 Výše bezrizikové sazby za období 2006 - 2010

Rok	2006	2007	2008	2009	2010
R_F	3,77 %	4,28 %	4,55 %	4,67 %	3,71 %

Zdroj: www.mpo.cz (Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2006 a Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009, 2010)

Hodnota **rizikové přírážky za velikost podniku** v letech 2006 až 2010 je znázorněna v Tab. 4.7.

Tab. 4.7 Výše rizikové přírážky charakterizující velikost podniku za období 2006 - 2010

Rok	2006	2007	2008	2009	2010
VK (v tis. Kč)	484 423	505 417	476 251	601 170	759 205
BÚ (v tis. Kč)	84 528	92 266	119 083	116 423	97 473
ÚZ (v tis. Kč)	568 951	597 683	595 334	717 593	856 678
R_{LA}	3,51 %	3,43 %	3,44 %	3,10 %	2,73 %

Zdroj: vlastní zpracování

Vzhledem k tomu, že po celé sledované období byla výše úplatných zdrojů analyzované společnosti větší než 100 mil. Kč a zároveň menší než 3 mld. Kč jsou v jednotlivých letech hodnoty rizikové přírážky charakterizující velikost podniku stanoveny podle vzorce (2.59).

Riziková přírážka charakterizující produkční sílu podniku poměřuje ukazatel rentability aktiv (viz vzorec (2.4)) s ukazatelem $X1$ (viz vzorec (2.60)). Výsledné hodnoty této rizikové přírážky u daného podniku v jednotlivých letech jsou uvedeny v Tab. 4.7.

Tab. 4.7 Výše rizikové přírážky charakterizující produkční sílu za období 2006 - 2010

Rok	2006	2007	2008	2009	2010
EBIT/A	11,84 %	5,93 %	5,07 %	12,85 %	15,34 %
$X1$	10,88 %	17,53 %	8,74 %	8,14 %	9,01 %
	EBIT/A > $X1$	$0 < \text{EBIT/A} < X1$	$0 < \text{EBIT/A} < X1$	EBIT/A > $X1$	EBIT/A > $X1$
$R_{\text{podnikatelské}}$	2,45 %	4,38 %	1,76 %	2,56 %	3,12 %

Zdroj: vlastní zpracování, www.mpo.cz

V letech 2006, 2009 a 2010, kdy je hodnota ROA větší než ukazatel $X1$ (viz Tab. 4.7), se riziková přírážka za produkční sílu podniku rovná minimální hodnotě rizikové přírážky za produkční sílu v příslušném odvětví. V letech 2007 a 2008 je hodnota ukazatele ROA menší než hodnota ukazatel $X1$ a zároveň větší než nula (viz Tab. 4.7). Výše rizikové přírážky charakterizující produkční sílu podniku je tak stanovena podle vzorce (2.61).

Při určování **rizikové přírážky za finanční stabilitu** je nutné nejprve vypočítat běžnou (celkovou) likviditu daného podniku. Vypočtená hodnota celkové likvidity se následně porovná s hodnotami ukazatelů $XL1$ a $XL2$, které jsou stanoveny individuálně pro každé odvětví. Jelikož během celého sledovaného období byla vždy hodnota celkové likvidity podniku větší než hodnota $XL2$, velikost rizikové přírážky za finanční stabilitu činí v každém ze sledovaných let 0,00 %, viz Tab. 4.8.

Tab. 4.8 Výše rizikové přírážky finanční stability na bázi likvidity za období 2006 - 2010

Rok	2006	2007	2008	2009	2010
L3 (podniku)	3,25	3,57	2,71	2,36	2,79
$XL1$	0,11	0,12	0,22	0,37	0,50
$XL2$	1,28	1,01	1,22	1,89	1,55
R_{finstab}	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %

Zdroj: vlastní zpracování, www.mpo.cz

V následujícím kroku je již možné vypočítat hodnotu nákladů kapitálu nezadlužené společnosti ($WACC_U$), podle vzorce (2.54), dále velikost nákladů kapitálu zadlužené společnosti ($WACC_L$), podle vzorce (2.55) a také výši nákladů vlastního kapitálu (R_E), dle vzorce (2.56), viz Tab. 4.9.

Tab. 4.9 Bezriziková sazba, rizikové přírázky a náklady kapitálu za období 2006 - 2010

Rok	2006	2007	2008	2009	2010
R_F	3,77 %	4,28 %	4,55 %	4,67 %	3,71 %
R_{LA}	3,51 %	3,43 %	3,44 %	3,10 %	2,73 %
$R_{podnikatelské}$	2,45 %	4,38 %	1,76 %	2,56 %	3,12 %
$R_{finstab}$	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
$WACC_U$	9,73 %	12,09 %	9,75 %	10,33 %	9,56 %
$WACC_L$	9,54 %	11,83 %	9,52 %	10,14 %	9,43 %
R_E	8,89 %	10,62 %	9,37 %	9,93 %	9,28 %

Zdroj: vlastní zpracování

4.3.2 Výpočet ukazatele EVA-Equity podniku

Ukazatel EVA je založen na základním pravidle, podle něž musí podnik vyprodukovat alespoň tolik, kolik činí výnos vložených prostředků.

V následující Tab. 4.10 jsou uvedeny výchozí údaje potřebné k výpočtu ukazatele EVA na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí (viz vzorec (2.43)) neboli EVA-Equity analyzovaného podniku spolu s výslednými hodnotami ukazatele EVA-Equity za sledované účetní období 2006 – 2010.

Tab. 4.10 Stanovení ukazatele EVA-Equity podniku za období 2006 - 2010

Rok	2006	2007	2008	2009	2010
ROE	16,10 %	4,38 %	5,35 %	20,96 %	21,05 %
R_E	8,89 %	10,62 %	9,37 %	9,93 %	9,28 %
(ROE - R_E)	7,22%	-6,24%	-4,02%	11,03%	11,77%
E (v tis. Kč)	484 423	505 417	476 251	601 170	759 205
EVA (v tis. Kč)	34 959	-31 527	-19 128	66 291	89 361

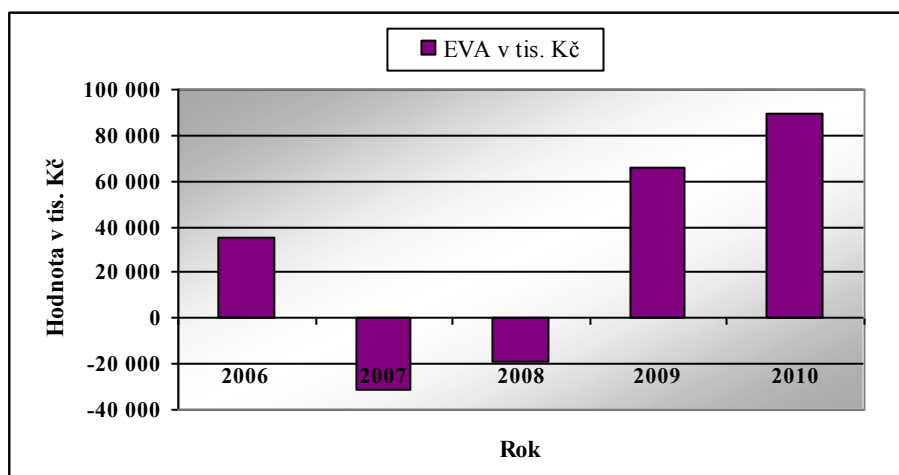
Zdroj: vlastní zpracování

Z pohledu vlastníka je důležité, aby rozdíl ROE a R_E (spread) byl co možná největší, minimálně však kladný, protože jedině tak mu vložené prostředky přinášejí více, než kolik by byl schopen získat z alternativní investice. Při pohledu na Tab. 4.10 ovšem toto není

v podmínkách analyzovaného podniku splněno v letech 2007 a 2008, kdy spread nabývá záporných hodnot.

Vývoj zjištěných hodnot EVA-Equity podniku za sledované účetní období 2006 až 2010 je pro větší přehled zachycen také v Grafu 4.7.

Graf 4.7 Vývoj ukazatele EVA-Equity podniku za sledované období



Zdroj: vlastní zpracování

Z Grafu 4.7 je patrné, že ukazatel EVA-Equity podniku v letech 2006, 2009 a 2010 dosahuje kladných hodnot, což znamená, že v těchto letech společnost PRO.MED.CS Praha a.s. vytváří ekonomický zisk. Lze tedy konstatovat, že v období let 2006, 2009 a 2010 roste bohatství akcionářů. Naproti tomu v roce 2007 a 2008 kdy je EVA-Equity podniku záporná, v důsledku vysokých nákladů vlastního kapitálu (R_E) a nízké rentabilitě vlastního kapitálu (ROE), viz Tab. 4.10, společnost vykazuje ekonomickou ztrátu, tudíž nevytváří hodnotu pro akcionáře a dochází k ničení původního kapitálu. Vlivy dílčích ukazatelů, které v průběhu sledovaného období působily na hodnotu vypočtené ekonomické přidané hodnoty, budou dále blíže zkoumány v následující podkapitole 4.3.3 pomocí pyramidového rozkladu.

4.3.3 Pyramidový rozklad ukazatele EVA-Equity analyzovaného podniku

Pro správné vyhodnocení finanční výkonnosti podniku pomocí ukazatele EVA, je důležité věnovat pozornost také analýze faktorů, které významně ovlivnily změny tohoto ukazatele.

Pyramidový rozklad ukazatele EVA-Equity podniku byl proveden podle Schématu 2.1. Pro vyčíslení vlivů jednotlivých ukazatelů na syntetický ukazatel EVA v letech 2006 až

2010 byla použita funkcionální metoda. Výpočty a schéma rozkladu ekonomické přidané hodnoty za sledované období jsou uvedeny v Příloze 8 a 9.

V roce 2007 došlo k výraznému poklesu hodnoty ukazatele EVA-Equity analyzovaného podniku oproti předešlému období o -66 486 tis. Kč. Největší vliv na tento negativní vývoj měl ukazatel rentability tržeb, viz Tab. 4.11, a to z důvodu poklesu výsledku hospodaření před zdaněním. Druhá v pořadí, jež se také negativně projevila na ukazateli EVA-Equity, byla úroková a daňová redukce. Naopak kladně působila na ekonomickou přidanou hodnotu změna hodnoty vlastního kapitálu a ukazatele obratu aktiv.

Tab. 4.11 Hodnota vlivů dílčích ukazatelů na ukazatel EVA za období 2006/2007

Ukazatel	Symbol	Vliv (v tis. Kč)	Pořadí
Ekonomická přidaná hodnota	EVA	-66 486	-
Náklady na vlastní kapitál	R_E	-8 579	3.
Vlastní kapitál	E	103	5.
Finanční páka	A/E	-2 683	4.
Rentabilita tržeb	EBIT/T	-34 795	1.
Obrat aktiv	T/A	4 257	6.
Úroková a daňová redukce	EAT/EBIT	-24 788	2.

Zdroj: vlastní zpracování

V roce 2008 došlo v porovnání s rokem 2007 k růstu hodnoty ukazatele EVA-Equity podniku, ale i přesto se v obou těchto obdobích pohybuje v záporných hodnotách, viz Graf 4.7. Největší vliv na kladnou změnu ukazatele EVA měly náklady na vlastní kapitál a úroková a daňová redukce, viz Tab. 4.12.

Tab. 4.12 Hodnota vlivů dílčích ukazatelů na ukazatel EVA za období 2007/2008

Ukazatel	Symbol	Vliv (v tis. Kč)	Pořadí
Ekonomická přidaná hodnota	EVA	12 399	-
Náklady na vlastní kapitál	R_E	6 126	1.
Vlastní kapitál	E	1 495	4.
Finanční páka	A/E	2 450	3.
Rentabilita tržeb	EBIT/T	-4 838	6.
Obrat aktiv	T/A	1 045	5.
Úroková a daňová redukce	EAT/EBIT	6 121	2.

Zdroj: vlastní zpracování

Náklady na vlastní kapitál v tomto období meziročně klesly o -1,25 p. b., a to zejména kvůli poklesu rizikové přírážky charakterizující produkční sílu podniku ($R_{podnikatelské}$), která právě v roce 2008 dosahovala své nejnižší hodnoty z celého sledovaného období, a sice 1,76 %, viz Tab. 4.9. Pozitivní vliv úrokové a daňové redukce byl vyvolán růstem výsledku hospodaření za účetní období a také, a to především, poklesem EBITu, v důsledku snížení nákladových úroků. Jediný negativní vliv se v tomto období projevil u ukazatele rentability tržeb, viz Tab. 4.12, kde opět hrál velmi důležitou roli pokles EBITu a zároveň růst tržeb, především tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb.

Rok 2009 se vyznačuje ve srovnání s předešlým obdobím, rokem 2008, velmi vysokou ekonomickou přidanou hodnotou, viz Tab. 4.10. Meziročně v těchto letech hodnota EVA-Equity podniku vzrostla o 85 419 tis. Kč, viz Tab. 4.13.

Tab. 4.13 Hodnota vlivů dílčích ukazatelů na ukazatel EVA za období 2008/2009

Ukazatel	Symbol	Vliv (v tis. Kč)	Pořadí
Ekonomická přidaná hodnota	EVA	85 419	-
Náklady na vlastní kapitál	R_E	-3 002	4.
Vlastní kapitál	E	4 379	3.
Finanční páka	A/E	-4 860	6.
Rentabilita tržeb	EBIT/T	60 922	1.
Obrat aktiv	T/A	-4 232	5.
Úroková a daňová redukce	EAT/EBIT	32 211	2.

Zdroj: vlastní zpracování

Absolutně největší pozitivní vliv na tento vývoj měla rentabilita tržeb, jelikož v roce 2009 došlo k růstu výsledku hospodaření před zdaněním o 308,19 % oproti předešlému roku. Ke kladné změně ukazatele EVA na druhém místě, stejně jako v předchozím srovnávaném období, viz Tab. 4.12, přispěla úroková a daňová redukce. Hodnotu ukazatele EVA v tomto období naopak nejvíce negativně ovlivnila finanční páka, viz Tab. 4.13, z důvodu růstu vlastního kapitálu.

I v roce 2010 vykazoval ukazatel EVA-Equity analyzovaného podniku kladnou hodnotu, a to dokonce o 23 070 tis. Kč vyšší v porovnání s předchozím obdobím, viz Tab. 4.14. Také v tomto období měla největší kladný vliv na ekonomickou přidanou hodnotu rentabilita tržeb (viz Tab. 4.14), opět v důsledku rostoucího výsledku hospodaření před zdaněním.

Tab. 4.14 Hodnota vlivů dílčích ukazatelů na ukazatel EVA za období 2009/2010

Ukazatel	Symbol	Vliv (v tis. Kč)	Pořadí
Ekonomická přidaná hodnota	EVA	23 070	-
Náklady na vlastní kapitál	R _E	4 405	4.
Vlastní kapitál	E	18 014	2.
Finanční páka	A/E	-21 772	6.
Rentabilita tržeb	EBIT/T	19 003	1.
Obrat aktiv	T/A	6 354	3.
Úroková a daňová redukce	EAT/EBIT	-2 933	5.

Zdroj: vlastní zpracování

Pozitivně působil také vliv vlastního kapitálu, jehož hodnota meziročně stoupla o 158 035 tis. Kč. Tento vývoj hodnoty vlastního kapitálu však působil i velmi negativně, jak je vidět v poklesu ukazatele finanční páky, viz Tab. 4.14.

4.3.3 Analýza citlivosti ukazatele EVA

V následující části práce je provedena citlivostní analýza pyramidového rozkladu ukazatele ekonomické přidané hodnoty podniku funkcionální metodou za období 2006 až 2010. Výsledky pro funkcionální metodu v jednotlivých obdobích jsou uvedeny v Příloze 10.

Tab. 4.15 zachycuje souhrnné vyčíslení změn ukazatele ekonomické přidané hodnoty při daném parametru citlivosti alfa ve sledovaném období.

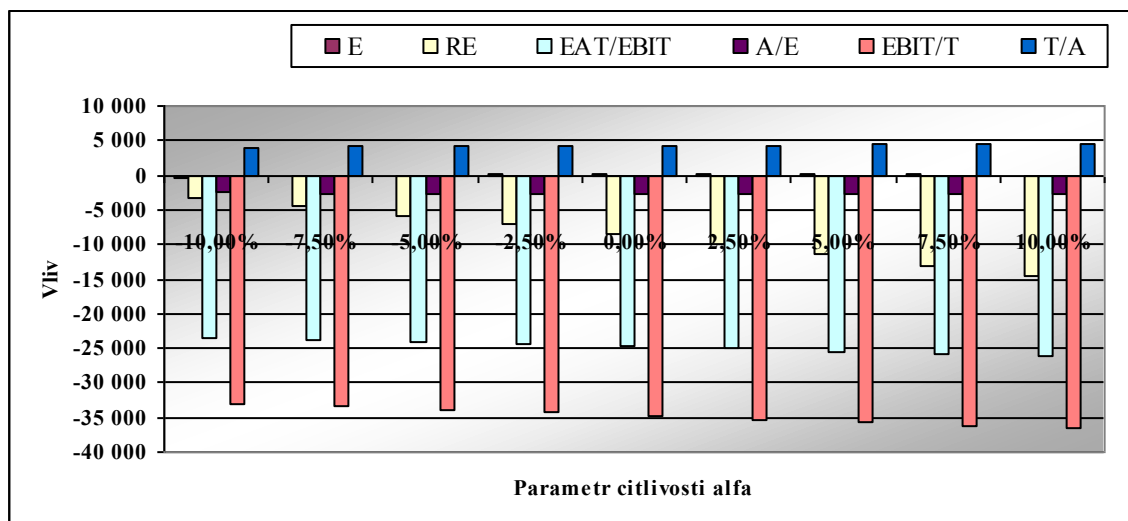
Tab. 4.15 Změny EVA při parametru citlivosti alfa ve sledovaném období

ΔEVA v tis. Kč	alfa								
	-10,00 %	-7,50 %	-5,00 %	-2,50 %	0,00 %	2,50 %	5,00 %	7,50 %	10,00 %
2006/2007	-58 503	-60 398	-62 360	-64 389	-66 486	-68 649	-70 880	-73 178	-75 542
2007/2008	18 329	16 930	15 476	13 965	12 399	10 777	9 100	7 366	5 577
2008/2009	84 161	84 588	84 939	85 216	85 419	85 546	85 600	85 578	85 482
2009/2010	20 475	21 256	21 949	22 553	23 070	23 498	23 839	24 091	24 255

Zdroj: vlastní zpracování

Z Grafu 4.8 je zřejmé, že rozhodujícími faktory, které vykazují největší citlivost na snížení ukazatele EVA v období mezi roky 2006 a 2007 jsou náklady vlastního kapitálu. Zvýšená citlivost na snížení ekonomické přidané hodnoty je v tomto období zaznamenána také u ukazatele úrokové a daňové redukce a rentability tržeb.

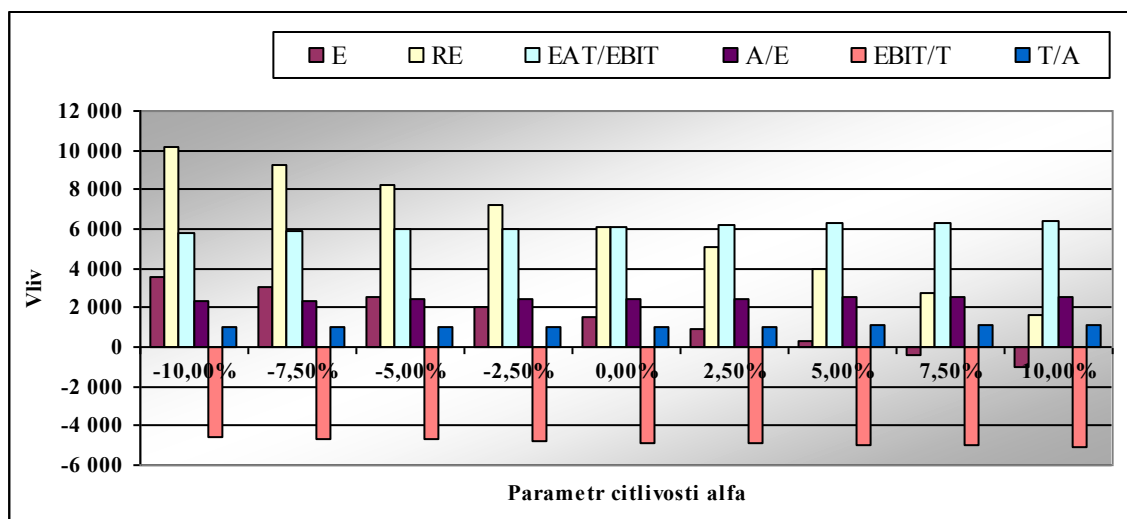
Graf 4.8 Analýza citlivosti EVA pyramidové soustavy za období 2006/2007 – funkcionální metoda



Zdroj: vlastní zpracování

V období let 2007 a 2008, kdy došlo ke zvýšení ukazatele EVA, jsou rozhodujícími faktory vykazujícími největší citlivost na přírůstek ukazatele ekonomické přidané hodnoty náklady na vlastní kapitál a objem vlastního kapitálu (viz Graf 4.9). Nepatrně vyšší citlivost v tomto období vykazuje také rentabilita tržeb. Malá citlivost je zaznamenána i u ukazatele úrokové a daňové redukce. Citlivosti zbylých ukazatelů jsou zanedbatelné.

Graf 4.9 Analýza citlivosti EVA pyramidové soustavy za období 2007/2008 – funkcionální metoda

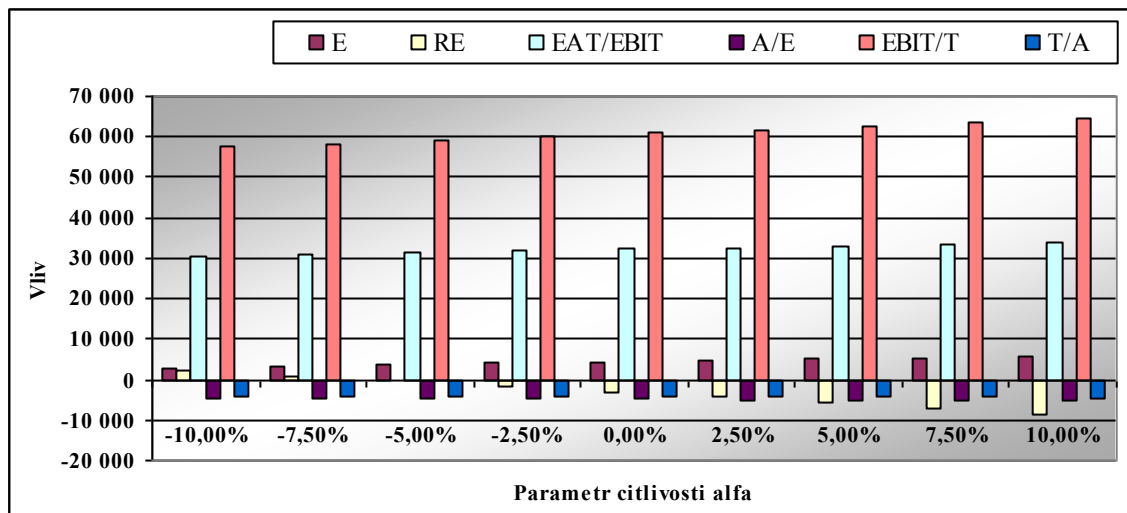


Zdroj: vlastní zpracování

I v období mezi roky 2008 a 2009, kdy došlo ke zvýšení ukazatele EVA, jsou rozhodujícími faktory, jež vykazují největší citlivost, náklady na vlastní kapitál (viz Graf 4.10). Zvýšená citlivost je zaznamenána také u ukazatele rentability tržeb, ukazatele úrokové

a daňové redukce a u objemu vlastního kapitálu. Citlivost obratu aktiv a finanční páky na zvýšení ekonomické přidané hodnoty je i v tomto období téměř nulová.

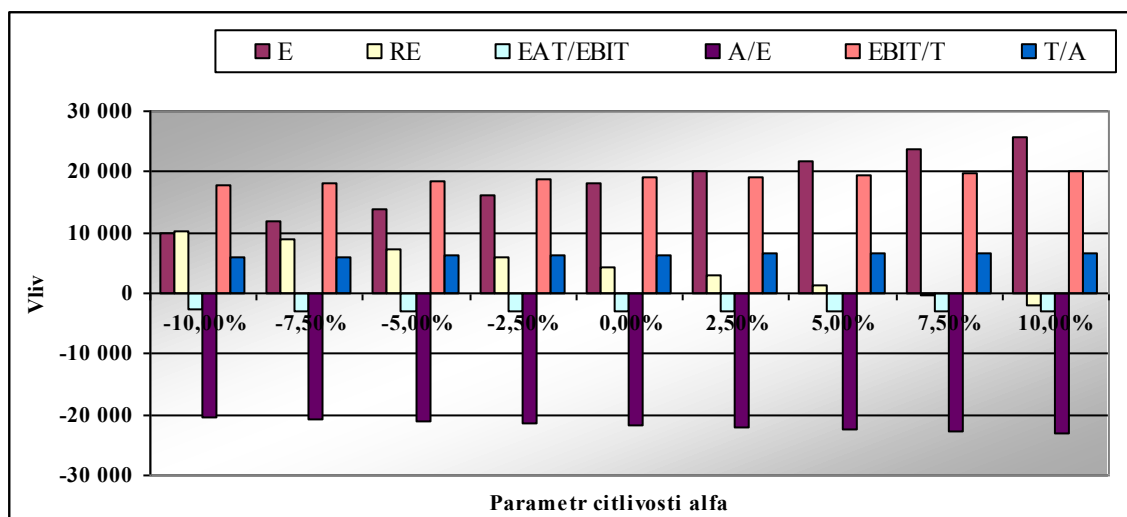
Graf 4.10 Analýza citlivosti EVA pyramidové soustavy za období 2008/2009 – funkcionální metoda



Zdroj: vlastní zpracování

Největší citlivost na růst ukazatele EVA v období mezi roky 2009 a 2010 vykazují náklady na vlastní kapitál a objem vlastního kapitálu (viz Graf 4.11). Malá citlivost je u ukazatele rentability tržeb a finanční páky.

Graf 4.11 Analýza citlivosti EVA pyramidové soustavy za období 2009/2010 – funkcionální metoda



Zdroj: vlastní zpracování

Citlivost úrokové a daňové redukce a obratu aktiv na zvýšení ukazatele EVA v tomto období je zanedbatelná, viz Graf 4.11.

4.4 Analýza finanční výkonnosti odvětví na bázi ukazatele EVA

Následující podkapitola je věnována analýze finanční výkonnosti farmaceutického průmyslu v ČR, v němž působí analyzovaný podnik PRO.MED.CS Praha a.s., pomocí ukazatele EVA, za sledované účetní období 2006 až 2010.

Výchozí data potřebná k propočtu ekonomické přidané hodnoty daného odvětví jsou převzata z údajů, které na svých internetových stránkách zveřejňuje Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, v sekci analytické materiály a statistiky.

V roce 2009 přešel Český statistický úřad, od něž MPO ČR data čerpá, na nové členění a číslovány CZ-NACE. Do tohoto roku se však používalo rozdělení podle Odvětvové klasifikace ekonomických činností, a výsledná data byla uváděna za chemický a farmaceutický průmysl dohromady. MPO ČR uveřejnilo ve svém analytickém materiálu, Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009, přepočtené hodnoty samostatně za farmaceutický průmysl za roky 2007 a 2008. Proto, aby byla výsledná data objektivně srovnatelná a korespondovala s hlavní podnikatelskou činností analyzovaného podniku, kterou je výzkum, vývoj a výroba v oboru farmacie, byly použity právě tyto přepočtené hodnoty. Pouze v roce 2006, kdy nejsou k dispozici data čistě jen za farmaceutický průmysl, bylo nutné pracovat s hodnotami za chemický a farmaceutický průmysl.

Stejně jako v případě podniku i u odvětví bude aplikována ekonomická přidaná hodnota na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí neboli EVA-Equity, viz vzorec (2.43).

Následující Tab. 4.15 zobrazuje údaje potřebné k výpočtu ukazatele EVA-Equity analyzovaného odvětví za sledované účetní období 2006 až 2010.

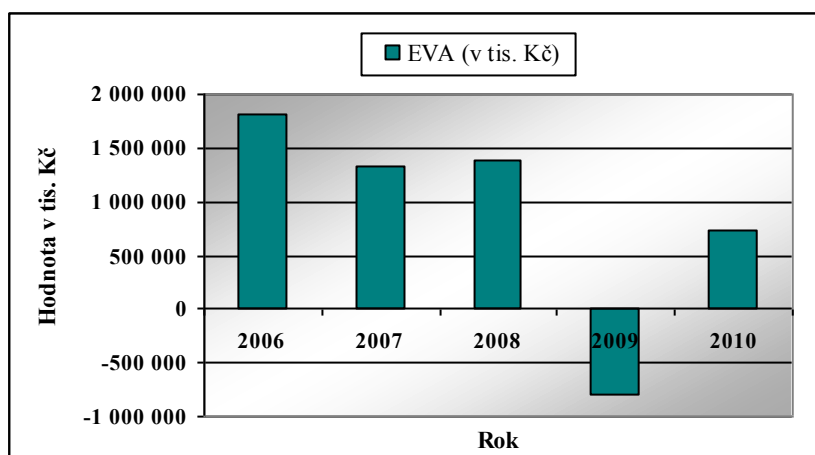
Tab. 4.15 Stanovení ukazatele EVA-Equity odvětví za období 2006 - 2010

Rok	2006	2007	2008	2009	2010
ROE	12,04 %	15,63 %	15,38 %	6,55 %	14,19 %
R _E	9,62 %	8,64 %	8,55 %	10,13 %	11,03 %
(ROE - R _E)	2,42 %	6,99 %	6,83 %	-3,58 %	3,16 %
E (v tis. Kč)	75 121 000	19 021 998	20 224 095	22 050 151	23 254 985
EVA (v tis. Kč)	1 817 928	1 329 638	1 381 306	-789 395	734 858

Zdroj: vlastní zpracování, www.mpo.cz (Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2006 a Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009, 2010)

Vývoj zjištěných hodnot ekonomické přidané hodnoty zkoumaného odvětví za období 2006 až 2010 je zachycen také v Grafu 4.12.

Graf 4.12 Vývoj ukazatele EVA-Equity odvětví za dané období



Zdroj: vlastní zpracování

Roky 2006, 2007, 2008 a 2010 lze z pohledu ukazatele ekonomické přidané hodnoty hodnotit pozitivně. Ve všech těchto obdobích totiž dosahuje hodnota EVA-Equity analyzovaného odvětví kladných hodnot, což znamená, že podniky v odvětví v tomto období vytvářejí ekonomický zisk a tudíž i hodnotu pro majitele. V roce 2009 je však situace zcela opačná. Ekonomická přidaná hodnota totiž vykazuje zápornou hodnotu, a sice -789 395 tis. Kč, viz Tab. 4.15. Hodnota v tomto roce je tak ničena. Velký vliv na tento vývoj měla především záporná hodnota spreadu, kdy náklady vlastního kapitálu dosahovaly vyšších hodnot než výnosnost vlastního kapitálu, která se oproti předchozímu období významně snížila, a to o -8,83 p. b.

V roce 2009 se jako možné vysvětlení záporné hodnoty ukazatele EVA nabízí postupující ekonomická krize, ovšem českého farmaceutického průmyslu se poslední ekonomická recese v zásadě nedotkla. Ani ekonomický propad zisky farmaceutických podniků většinou nepoškodil, protože poptávka po lécích neklesla. Odolnost farmaceutického průmyslu v minulých letech spočívala v tom, že hlavním zákazníkem byl z 80 % stát, který prostřednictvím pojišťoven podnikům platí za léky. Pokud byl stát schopen krýt náklady na léky, farmaceutický průmysl probíhající krizi nepocíťoval. Ovšem stát díky vyšší nezaměstnanosti a škrtům vybírá méně na zdravotním pojištění a tím má k dispozici i méně finančních prostředků na úhradu léčiv. Kromě toho se u firem začíná projevovat i probíhající revize cen a úhrad léků.²

² Viz MPO ČR, Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2009.

4.5 Srovnání vybraných indikátorů podniku a odvětví

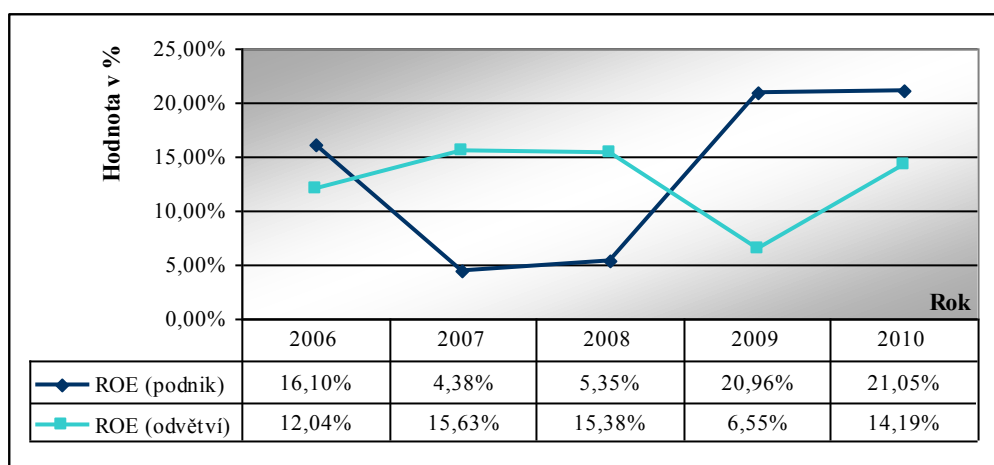
Následující podkapitola diplomové práce je zaměřena na komparaci vybraných indikátorů hodnocení finanční výkonnosti podniku a odvětví za rok 2006 až 2010.

Nejprve je provedeno srovnání vybraných poměrových ukazatelů, jakožto zástupců jednotlivých oblastí finanční analýzy. Z oblasti rentability byl zvolen ukazatel rentability vlastního kapitálu, z oblasti likvidity ukazatel celkové likvidity, z oblasti aktivity ukazatel obratu aktiv a z oblasti zadluženosti ukazatel celkové zadluženosti. Následně je také porovnávána hodnota ekonomické přidané hodnoty na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí za dané období 2006 – 2010.

V Grafu 4.13 je zachycen vývoj hodnot ukazatele rentability vlastního kapitálu analyzovaného podniku PRO.MED.CS Praha a.s. a odvětví za sledované účetní období.

Jak je na první pohled patrné z Grafu 4.13, vývoj rentability vlastního kapitálu podniku se ve srovnání s vývojem rentability vlastního kapitálu odvětví ve sledovaném období vyvíjí zcela opačně. V roce 2007 došlo v rámci analyzovaného podniku k výraznému poklesu hodnoty ROE, u odvětví byl však zaznamenán mírný růst. Druhým extrémním obdobím byl rok 2009, kdy rentabilita vlastního kapitálu podniku vzrostla o 15,61 p. b. oproti předchozímu období, naopak rentabilita vlastního kapitálu farmaceutického průmyslu klesla, a to o -8,83 p. b. Z Grafu 4.13 je také patrné, že podnik dosahuje v oblasti rentability vlastního kapitálu v letech 2006, 2009 a 2010 lepších výsledků v porovnání s odvětvím, což je velmi příznivé pro akcionáře dané společnosti.

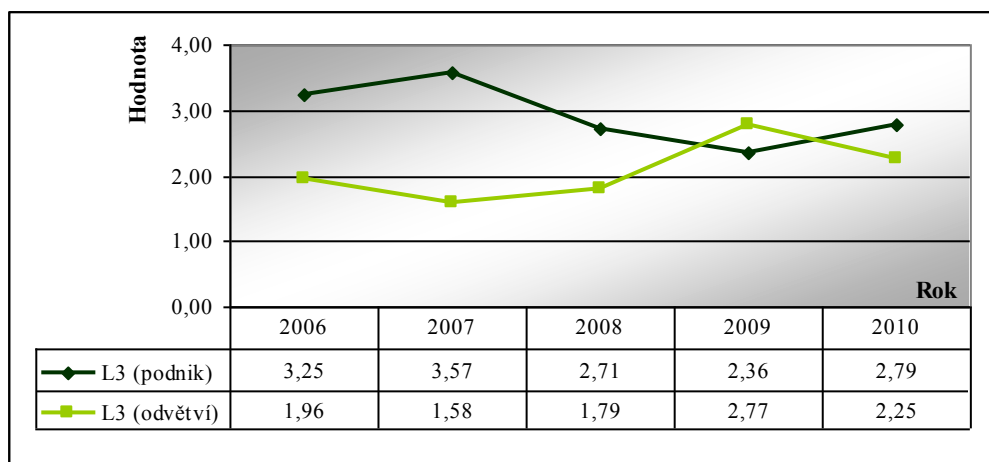
Graf 4.13 Srovnání rentability vlastního kapitálu podniku a odvětví za období 2006 - 2010



Zdroj: vlastní zpracování, www.mpo.cz (Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2006 a Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009, 2010)

Z Grafu 4.14, jenž zachycuje vývoj celkové likvidity analyzovaného podniku a odvětví za sledované období vyplývá, že až do roku 2008 dosahovala daná společnost vyšších hodnot celkové likvidity ve srovnání s odvětvím. V roce 2009 se však situace otočila a pouze v tomto období byla celková likvidita u odvětví vyšší než u podniku. Rok na to opět celková likvidita podniku převyšovala celkovou likviditu odvětví. Z Grafu 4.14 je dále na první pohled patrné, že vývoj hodnot celkové likvidity podniku a odvětví se ve sledovaném období vyvíjel zcela protichůdně.

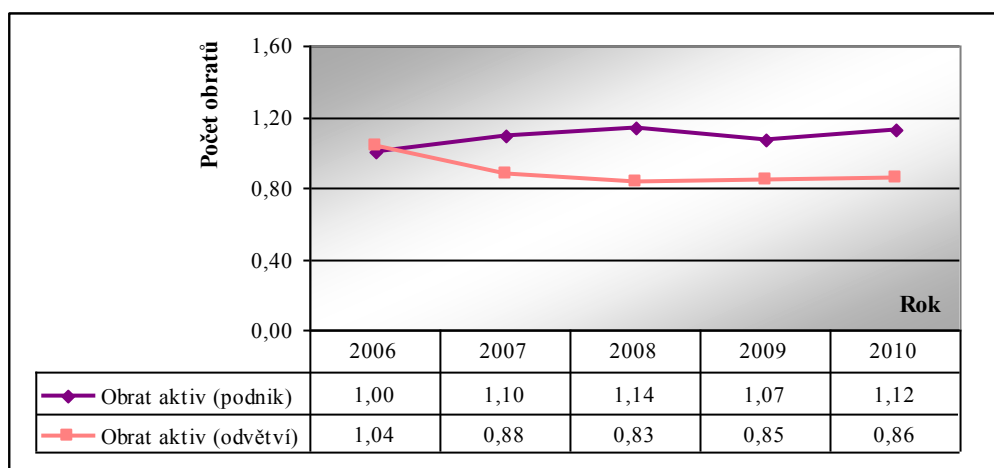
Graf 4.14 Srovnání celkové likvidity podniku a odvětví za období 2006 - 2010



Zdroj: vlastní zpracování, www.mpo.cz (Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2006 a Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009, 2010)

V Grafu 4.15 jsou porovnávány hodnoty ukazatele obrátu aktiv vybraného podniku a odvětví za období 2006 – 2010. Jak je z tohoto grafu patrné, až na rok 2006 dosahuje obrát celkových aktiv podniku vyšších hodnot, než jaké jsou zaznamenány v rámci odvětví. To znamená, že v období let 2007 až 2010 podnik využívá svá aktiva efektivněji ve srovnání s odvětvím. Z Grafu 4.15 je dále patrné, že v roce 2006 je rozdíl hodnot obrátu aktiv podniku a odvětví velmi nepatrný. Obrátka celkových aktiv u odvětví jen o čtyři setiny převyšuje hodnotu obrátky aktiv u podniku. Opět je z Grafu 4.15 viditelný protichůdný vývoj hodnot ukazatele obrátu aktiv analyzovaného podniku a odvětví ve sledovaném období.

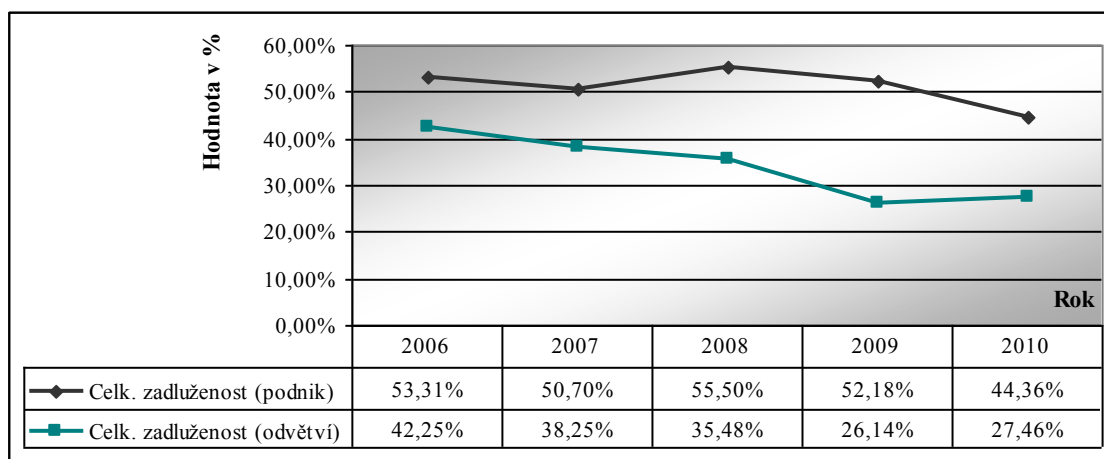
Graf 4.15 Srovnání obrátu aktiv podniku a odvětví za sledované období 2006 - 2010



Zdroj: vlastní zpracování, www.mpo.cz (Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2006 a Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009, 2010)

V Grafu 4.16 je zobrazen vývoj celkové zadluženosti analyzovaného podniku a odvětví za sledované účetní období 2006 až 2010. Z tohoto grafu vyplývá, že celkově vyšší zadluženosti dosahuje za celé hodnocené období podnik. Do roku 2007 se vývoj hodnoty celkové zadluženosti podniku i odvětví vyznačuje klesajícím trendem. V roce následujícím je ale u analyzovaného podniku zaznamenán nárůst celkové zadluženosti oproti předešlému období o 4,8 p. b, vývoj hodnoty celkové zadluženosti v rámci odvětví však v klesajícím trendu pokračuje až do roku 2009. V roce 2009 a 2010 je snižování hodnoty ukazatele celkové zadluženosti zaznamenáno i u analyzovaného podniku.

Graf 4.16 Srovnání celkové zadluženosti podniku a odvětví za rok 2006 - 2010

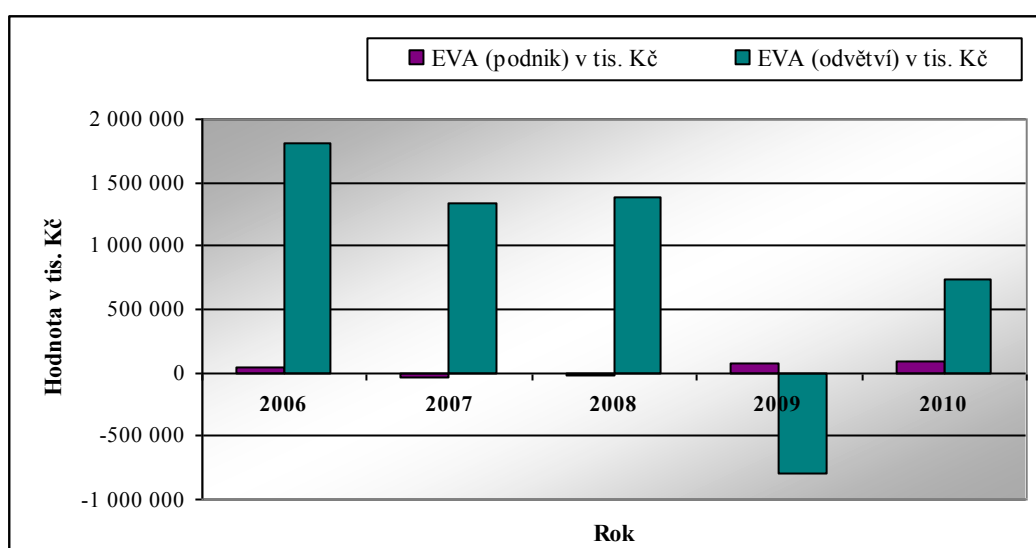


Zdroj: vlastní zpracování, www.mpo.cz (Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2006 a Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009, 2010)

Za vyšší zadlužeností analyzované společnosti stojí především intenzivnější využívání krátkodobých bankovních úvěrů v průběhu sledovaného období.

Jak je z následujícího Grafu 4.17 patrné, hodnota ukazatele ekonomické přidané hodnoty se až na roky 2006 a 2010 vyvíjela u analyzovaného podniku a odvětví zcela opačně. V situaci, kdy podnik nevytvářel hodnotu pro majitele (rok 2007 a 2008), ostatní podniky v odvětví ji naopak tvořily. Dle Grafu 4.17 lepších výsledků ve sledovaném období dosahoval ukazatel EVA celkového odvětví, v němž analyzovaný podnik působí.

Graf 4.17 Srovnání ukazatele EVA-Equity podniku a odvětví za období 2006 - 2010



Zdroj: vlastní zpracování

V roce 2006 a 2010 je jak u odvětví, tak u podniku zaznamenána kladná hodnota ekonomické přidané hodnoty (viz Graf 4.17), což znamená, že jedině v těchto dvou obdobích se hodnota ukazatele EVA podniku shoduje s vývojem hodnoty ukazatele EVA za celé odvětví.

4.6 Celkové zhodnocení

Provedená analýza finanční výkonnosti vybraného podniku PRO.MED.CS Praha a.s. vychází z veřejně dostupných dat o společnosti, kterými jsou základní výkazy finančního účetnictví, tedy rozvaha a výkaz zisku a ztráty a dále pak z výročních zpráv za sledované účetní období 2006 až 2010. Také data potřebná k výpočtu ukazatele ekonomické přidané hodnoty zkoumaného odvětví a vývoj vybraných poměrových ukazatelů odvětví pochází

z veřejně přístupných dat na internetu, konkrétně z internetových stránek Ministerstva průmyslu a obchodu ČR.

Nejprve byla u podniku analyzována finanční situace za sledované účetní období pomocí tradičních poměrových ukazatelů. V **oblasti rentability** dosahovala hodnocená společnost v letech 2006, 2009 a 2010 dobrých výsledků. V letech 2007 a 2008 se však významně snížily hodnoty všech analyzovaných ukazatelů rentability podniku. Důvodem nízké rentability v roce 2007 bylo výrazné snížení provozního výsledků hospodaření, kdy velmi poklesla změna stavu zásob vlastní činnosti. Vysoce negativní vliv v tomto období měla také záporná změna přidané hodnoty. V roce 2008 dosahoval provozní výsledek hospodaření také nízké hodnoty. Opět v důsledku záporné změny stavu zásob vlastní činnosti, která se ještě dále prohloubila. Důvodem byl přechod na nový informační systém SAP, kdy byla upravena kalkulace, a byly přeceněny skladové zásoby. V této části práce byla navíc výnosnost vlastního kapitálu porovnána s výnosností bezrizikové úrokové sazby, přičemž lze konstatovat, že investice do analyzované společnosti je za sledované období výhodná, neboť zaručuje svým investorům návratnost vyšší, než jakou by jim přenesla alternativní investice do bezrizikové sazby. Při porovnání ukazatele rentability vlastního kapitálu podniku s rentabilitou vlastního kapitálu odvětví, lze konstatovat, že lepších výsledků v letech 2006, 2009 a 2010 dosahoval analyzovaný podnik a že rentabilita vlastního kapitálu podniku se v jednotlivých letech vyvíjela zcela protichůdně ve srovnání s odvětvím.

V **oblasti likvidity** se všechny tři hodnocené stupně likvidity ve sledovaném období u analyzovaného podniku nevyvíjí v intervalu doporučených hodnot, až na rok 2009, kdy celková a pohotová likvidita doporučených hodnot dosahuje. Od roku 2008 dochází v rámci krátkodobých pohledávek k výraznému růstu pohledávek z obchodních vztahů. Společnost by se tedy měla zaměřit na inkasní politiku svých pohledávek. Při porovnání celkové likvidity podniku a odvětví za sledované období, lze konstatovat, že lepších výsledků dosahuje odvětví, neboť se jeho hodnoty, až na rok 2009, pohybují v rozmezí doporučených hodnot.

V **oblasti aktivity** podniku lze vývoj ukazatele obratu celkových aktiv, doby obratu aktiv, obratu zásob a doby obratu zásob za sledované období hodnotit v zásadě příznivě. Pravidlo solventnosti ovšem není v podmínkách analyzovaného podniku dodrženo ani v jednom ze sledovaných období. Společnost by se tedy měla zaměřit (jak již bylo doporučeno v oblasti likvidity) na svou inkasní politiku, aby jí peněžní prostředky za krátkodobé pohledávky přicházely dříve, než bude muset uhradit krátkodobé závazky. Při porovnání ukazatele obratu aktiv podniku a odvětví, lze konstatovat, že v období let 2007 až

2010 podnik využívá svá aktiva efektivněji ve srovnání s odvětvím, neboť výsledné hodnoty obrátky celkových aktiv jsou u analyzované společnosti vyšší.

V **oblasti zadluženosti** se hodnoty ukazatele celkové zadluženosti analyzovaného podniku v průběhu období pohybují v rozmezí od 44 do 56 %, přičemž v čase se vyznačují převážně klesajícím trendem, což je příznivé. U ukazatele podílu vlastního kapitálu na aktivech se hodnoty tohoto ukazatele pohybují pomalu rostoucím tempem, až na rok 2008, kdy je zaznamenán pokles hodnoty ukazatele o -4,79 p. b. oproti předchozímu období z důvodu snížení hodnoty nerozděleného zisku minulých let. Hodnoty ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu podniku se v letech 2006 – 2007 a 2009 – 2010 pohybují v doporučeném pásmu, které je typické pro stabilní společnosti, což je určitě příznivé. V roce 2008 je velikost tohoto ukazatele u podniku cca o 5 p. b. nad doporučenou horní hranicí. Z porovnání ukazatele celkové zadluženosti podniku a odvětví vyplynulo, že celkově vyšší zadluženosti dosahuje za celé analyzované období podnik. Za vyšší zadlužeností analyzované společnosti stojí především intenzivnější využívání krátkodobých bankovních úvěrů v průběhu sledovaného období.

Pro zhodnocení finanční výkonnosti podniku byly aplikovány také vybrané **souhrnné bonitní a bankrotní modely** – Altmanovo Z-skóre, Kralickuv Quick-test a Index IN05. Vzhledem k tomu, že hodnocená společnost nemá akcie kotované na kapitálovém trhu, byla při aplikaci Altmanova modelu použita verze pro podniky, jejichž akcie nejsou veřejně obchodovatelné. Z výsledků tohoto modelu vyplývá, že analyzovaná společnost za sledované období 2006 až 2010 spadá do oblasti šedé zóny, kdy nelze jednoznačně určit, zda se jedná o podnik s minimální či vysokou pravděpodobností bankrotu. Na základě výsledků Kralickova Quick-testu lze konstatovat, že souhrnné hodnocení finanční situace podniku se v průběhu let 2006 až 2010 pohybuje v rozmezí od 2,25 do 3 bodů, z čehož vyplývá, že nelze jednoznačně analyzovaný podnik označit v tomto období celkově za velmi dobrý nebo špatný. Ovšem rostoucí trend ukazatele výnosové situace v posledních dvou sledovaných letech by mohl vést ke zlepšení celkové finanční situace podniku do budoucna. Z výsledků indexu IN05 vyplývá, že v letech 2006 až 2008 se analyzovaný podnik nachází v oblasti tzv. šedé zóny. Podnik má tak 50 % pravděpodobnost bankrotu a ze 70 % bude tvořit hodnotu. V období 2009 a 2010, kdy se hodnoty indexu IN05 pohybují již nad stanovenou horní hranicí má podnik 92 % pravděpodobnost, že nezbankrotuje a 95 % pravděpodobnost, že bude tvořit hodnotu.

K hodnocení finanční výkonnosti vybraného podniku a odvětví za sledované období byl využit i moderní ukazatel EVA na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí. V podmínkách analyzovaného podniku dosahuje ukazatel ekonomické přidané hodnoty

v letech 2006, 2009 a 2010 kladných hodnot, což znamená, že společnost v tomto období vytváří ekonomický zisk a tudíž i hodnotu pro vlastníky. V letech 2007 a 2008 je naopak EVA-Equity podniku záporná, podnik tedy vytváří ekonomickou ztrátu a nevytváří hodnotu pro akcionáře. Při porovnání hodnot EVA podniku a odvětví za sledované období, lze konstatovat, že lepších výsledků dosahovalo odvětví, neboť prostřednictvím ostatních podniků, které spadají do farmaceutického průmyslu, byla ekonomická přidaná hodnota tvořena v letech 2006, 2007, 2008 a 2010.

U ukazatele ekonomické přidané hodnoty podniku byl proveden pyramidový rozklad pomocí funkcionální metody, podle nějž v období let 2006 – 2007, kdy došlo ke snížení ukazatele EVA, měla největší vliv na tuto zápornou změnu rentabilita tržeb. V období let 2007 – 2008 kdy naopak došlo k růstu hodnoty ukazatele EVA (která i přesto nabývala záporných hodnot), největší kladný vliv vykazovaly náklady na vlastní kapitál. V roce 2009 došlo oproti předchozímu období k růstu ukazatele ekonomické přidané hodnoty o 85 419 tis. Kč. Největší pozitivní vliv v tomto období vykazovala rentabilita tržeb. I v období let 2009 – 2010, kdy došlo k růstu hodnoty ukazatele EVA, měla největší vliv rentabilita tržeb.

U vybraného podniku byla ve sledovaném období navíc provedena citlivostní analýza pyramidového rozkladu ukazatele EVA funkcionální metodou. Z výsledků citlivostní analýzy vyplynulo, že rozhodujícími faktory, které vykazují největší citlivost na snížení ukazatele EVA mezi roky 2006 a 2007 jsou náklady na vlastní kapitál. V následujících obdobích, kdy docházelo vždy k růstu ukazatele EVA, byly rozhodujícími faktory, jež vykazovaly největší citlivost na jeho zvýšení opět náklady na vlastní kapitál. Navíc mezi roky 2007 – 2008 a 2009 – 2010 vykazoval největší citlivost na zvýšení ukazatele EVA spolu s náklady na vlastní kapitál také objem vlastního kapitálu.

5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo provést analýzu finanční výkonnosti vybraného podniku, kterým byl PRO.MED.CS Praha a.s. a odvětví v němž tento podnik působí, tedy farmaceutického průmyslu v ČR na bázi ukazatele EVA za sledované účetní období 2006 až 2010 a jejich srovnání.

V první, teoretické části diplomové práce byla nejprve popsána metodika hodnocení finanční výkonnosti podniku a odvětví.

V praktické části práce byla na úvod stručně charakterizována vybraná společnost a odvětví, v němž tato společnost působí, tedy farmaceutický průmysl. U hodnocené společnosti byla navíc provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty za sledované účetní období 2006 až 2010. Následně byla hodnocena finanční výkonnost vybrané společnosti za pomoci tradičních poměrových ukazatelů a souhrnných modelů hodnocení finanční úrovně podniku. Z hodnocení rentability analyzované společnosti vyplynulo, že nízké výnosnosti podnik dosahoval v roce 2007 a 2008, naopak roky 2006, 2009 a 2010 lze z hlediska rentability hodnotit za příznivé. Výsledné hodnoty analyzovaných ukazatelů likvidity se téměř ve všech sledovaných obdobích zcela vymykají doporučeným hodnotám. Problémem společnosti však v této oblasti jsou krátkodobé pohledávky, jejichž hodnota v průběhu sledovaného období narůstala. Do těchto pohledávek se promítají především obchody s Ruskem, kde je dlouhodobější splatnost. Tato skutečnost se projevila i v ukazateli doby obratu krátkodobých pohledávek, jehož hodnoty jsou po celé sledované období vyšší než hodnoty ukazatele doby obratu krátkodobých závazků, z čehož plyne, že u analyzované společnosti není v průběhu sledovaného období dodrženo pravidlo solventnosti a měla by se tak více zaměřit na svou inkasní politiku. V oblasti zadluženosti se v průběhu sledovaných let společnosti podařilo mírně snížit hodnoty celkové zadluženosti, která však v porovnání s hodnotami celkové zadluženosti odvětví je stále vysoká. Vyšší zadluženost podniku je způsobena především intenzivnějším využíváním krátkodobých bankovních úvěrů. Při aplikaci souhrnných modelů hodnocení finanční úrovně podniku vyplynulo, že analyzovaný podnik se v průběhu sledovaných let pohyboval převážně v oblasti tzv. šedé zóny, kdy nelze s určitostí přesně vyvodit jasné závěry o jeho finanční situaci. Pozitivní rostoucí trend v posledních dvou sledovaných letech (2009 a 2010) u všech aplikovaných souhrnných modelů však naznačuje zlepšení celkové finanční úrovně podniku.

K hodnocení finanční výkonnosti vybraného podniku a odvětví za sledované období byl využit především moderní ekonomický ukazatel EVA na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí. V rámci analyzovaného podniku ukazatel ekonomické přidané hodnoty dosahoval kladných hodnot v roce 2006, 2009 a 2010. V těchto letech tedy společnost vykazovala ekonomický zisk a docházelo k růstu hodnoty pro vlastníky. Naproti tomu v roce 2007 a 2008 byla zaznamenána záporná hodnota ukazatele EVA, z čehož vyplývá, že v tomto období byla hodnota vlastníků ničena. Záporné hodnoty ukazatele EVA jsou v tomto období způsobeny především nízkou rentabilitou vlastního kapitálu. Výsledné hodnoty ukazatele EVA analyzovaného odvětví se však v porovnání s podnikem vyvíjely v letech 2007, 2008 a 2009 zcela protichůdně. Kladné hodnoty ukazatele EVA odvětví byly zaznamenány v letech 2006, 2007, 2008 a 2010. Z čeho plyne, že lepších výsledků v průběhu sledovaného období dosahoval farmaceutický průmysl.

V roce 2006 kdy nebyly k dispozici data čistě jen za farmaceutický průmysl a musely být použity hodnoty za chemický a farmaceutický průmysl není srovnání zcela objektivní. Větší část zde totiž tvořil právě chemický průmysl, který se úplně neztotožňuje s hlavní podnikatelskou činností podniku, kterou je výzkum, vývoj a výroba v oboru farmacie. Z tohoto důvodu srovnání v roce 2006 nemůže být přisuzována velká váha.

Seznam použité literatury

a) Odborné knihy

- [1] DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování*. 1. vyd. Ostrava: VŠB-TU Ostrava, 2004. 640 s. ISBN 80-248-0669-X.
- [3] KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Manažerské finance*. 2. přeprac. a rozš. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.
- [4] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [5] MERTON, Robert a Zvi BODIE. *Finance*. Upper Saddle River: Dentice Hall, 2000. 479 s. ISBN 0-13-310897-X.
- [6] NEUMAIER, Ivan a Inka NEUMAIEROVÁ. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
- [7] PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. 331 s. ISBN 978-80-86131-85-6.
- [8] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 2. vyd. Praha: Grada Publishing, 2008. 120 s. ISBN 978-80-247-2481-2.
- [9] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2. aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011. 152 s. ISBN 978-80-251-3386-6.

- [10] VALACH, Josef a kol. *Finanční řízení podniku: zakládání podniku, finanční analýza, oběžný majetek, plánování, zdroje a formy financování, investiční rozhodování, hospodářský výsledek, oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- [11] ZMEŠKAL, Zdeněk a kol. *Finanční modely*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2004. 236 s. ISBN 80-86119-87-4.

b) Článek v odborném časopise (periodiku) nebo ve sborníku z konference

- [12] NEUMAIER, Ivan a Inka NEUMAIEROVÁ. Index IN05. *Evropské finanční systémy: sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference* [online]. Brno: Masarykova univerzita v Brně, 2005, s. 143-148 [cit. 2012-11-10]. ISBN 80-210-3753-9. Dostupné z: <http://is.muni.cz/do/1456/sborniky/2005/evropske-financni-systemy-2005.pdf>

c) Elektronické dokumenty a ostatní

- [13] Budoucnost profesí: *Farmaceutický průmysl* [online]. [24.3.2012]. Dostupné z: <http://www.budoucnostprofesi.cz/cs/vyvoj-v-odvetvich/10leciva-minulost.html>
- [14] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČR. MPO ČR: *Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA* [online]. MPO ČR [24.2.2012]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/ebita/>
- [15] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČR. MPO ČR: *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2008; 2009; 2010; Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2007* [online]. MPO ČR [24.1.2012]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/>
- [16] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČR. MPO ČR: *Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2006* [online]. MPO ČR [24.1.2012]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/archiv.html>

- [17] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČR. *MPO ČR: Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2006; 2007; 2008; 2009* [online]. MPO ČR [24.2.2012]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/prumysl-a-stavebnictvi/prumyslova-odvetvi/archiv.html>
- [18] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČR. *MPO ČR: Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2010* [online]. MPO ČR [24.2.2012]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/prumysl-a-stavebnictvi/prumyslova-odvetvi/#category85>
- [19] MINISTERSTVO SPRÁVEDLNOSTI ČR – Obchodní rejstřík a Sbíрка listin. *Sbíрка listin: PRO.MED.CS Praha a.s.* [online]. [20.1.2012]. Dostupné z: http://www.justice.cz/xqw/xervlet/insl/index?sysinf.%40typ=or&sysinf.%40strana=searchResults&hledani.%40typ=subjekt&hledani.podminka.subjekt=PRO.MED.CS+Praha+a.s.&hledani.podminka.ico=&hledani.podminka.obec=&hledani.podminka.spisZnacka.oddil=&hledani.podminka.spisZnacka.vlozka=&hledani.podminka.spisZnacka.soud=0&hledani.format.pocet_polozek=50&hledani.format.trideni=netridit&hledani.format.typHledani=x*&hledani.format.obchodniJmeno=platne&hledani.podminka.pravniForma=-1&hledani.podminka.ulice=
- [20] PRO.MED.CS Praha a.s. *O společnosti* [online]. [3.2.2012]. Dostupné z: <http://www.promed.cz/>
- [21] Účetní kavárna. *Vývoj sazby daně z příjmů právnických osob* [online]. [15.2.2012]. Dostupné z: <http://www.ucetnikavarna.cz/uzitecne-tabulky/vyvoj-sazby-dane-z-prijmu-pravnickych-osob/>
- [22] Zdraví a zdravotnictví. *Léky a obchod s nimi.* [online]. [3.3.2012]. Dostupné z: <http://www.zdrav.cz/modules.php?op=modload&name=News&file=article&sid=4455>

Seznam zkratk

A	aktiva
a_i	dílčí ukazatel
aj.	a jiné
APM	Arbitrage Pricing Model (arbitrážní model oceňování)
a. s.	akciová společnost
atd.	a tak dále
BÚ	bankovní úvěry
C	Capital (celkový kapitál)
CAPM	Capital Asset Pricing Model (model oceňování kapitálových aktiv)
cca	circa
CF	Cash flow (peněžní tok)
CFROI	Cash flow Return on Investment (peněžní tok z investic)
Co.	Company (společnost)
CK_{KR}	krátkodobý cizí kapitál
CS_i	hodnota ratingového skóre podniku i
CZ	cizí zdroje
ČZ	čistý zisk
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
D	Debt (cizí kapitál)
DIV	hodnota dividendy
DFM	dlouhodobý finanční majetek
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
dl.	dlouhodobý
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
DO	doba obratu
E	Equity (vlastní kapitál)
EAT	Earnings after Taxes (zisk po zdanění)
EBIT	Earnings before Interest and Taxes (zisk před úroky a zdaněním)
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (zisk před úroky, zdaněním a odpisy)

EBT	Earnings before Taxes (zisk před zdaněním)
EPS	Earnings per Share (zisk na akcii)
$E(R_E)$	očekávaný výnos vlastního kapitálu
$E(R_J)$	očekávaný výnos j-tého faktoru
$E(R_M)$	očekávaný výnos tržního portfolia
EVA	Economic Value Added (ekonomická přidaná hodnota)
FS	finanční stabilita
g	tempo růstu dividendy
HZ	hrubý zisk
i	úroková sazba z dluhu
Kč	koruna česká
KBÚ	krátkodobé bankovní úvěry
KFM	krátkodobý finanční majetek
kol.	kolektiv
kr.	krátkodobý
ks	kusy
KZ	krátkodobé závazky
L3	likvidita třetího stupně, celková likvidita
ln	přirozený logaritmus
mil.	milion
mld.	miliarda
MVA	Market Value Addend (tržní přidaná hodnota)
N/A	není definováno
např.	například
NOPAT	čistý operativní zisk
NPV	Net Present Value (čistá současná hodnota)
OA	oběžná aktiva
OBL	obligace
OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činností
P	pasiva
p. b.	procentní bod
PD_i	pravděpodobnost úpadku i-tého podniku
popř.	popřípadě
pozn.	poznámka

PPP	pohotové peněžní prostředky
R	zbytek
R_D	náklady cizího kapitálu
R_E	náklady vlastního kapitálu
resp.	respektive
R_F	bezriziková sazba
$R_{finstab}$	riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability
R_{finstr}	riziková přírážka za zadluženost
R_{LA}	riziková přírážka za velikost podniku
ROA	Return on Assets (rentabilita aktiv)
ROC	Return on Costs (rentabilita nákladů)
ROCE	Return on Capital Employed (rentabilita dlouhodobých zdrojů)
ROE	Return on Equity (rentabilita vlastního kapitálu)
ROS	Return on Sales (rentabilita tržeb)
$R_{podnikatelské}$	riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
SA	stálá aktiva
SH	souhrnné hodnocení
str.	strana
t	sazba daně z příjmů
T	tržby
Tab.	tabulka
tis.	tisíc
tj.	to je
TSR	Total Shareholder Return (tržní výnos akciového kapitálu)
tzn.	to znamená
tzv.	takzvaný
U_i	dílčí položka
U_t	hodnota položky v čase t
Ú	nákladové úroky
ÚM	úroková míra
ÚZ	úplatné zdroje
V	výnosy
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál

VS	výnosová situace
WACC	Weighted Average Costs of Capital (vážené průměrné náklady na kapitál)
$WACC_L$	náklady celkového kapitálu zadluženého podniku
$WACC_U$	náklady celkového kapitálu nezadlužené společnosti
$X_{i,j}$	hodnota j-té proměnné i-tého podniku
XL	mezní hodnota likvidity
Z'	Z-skóre
Z_T	výsledný koeficient Taflerova modelu
ZK	základní kapitál
ZPL	závazky po lhůtě splatnosti
α	úrovňová konstanta
β_E	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia
β_{Ej}	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j-tého faktoru
β_j	koeficient j-té proměnné
Δx_{a_i}	vliv dílčího ukazatele a_i na analyzovaný ukazatel x
Δy_x	přírůstek vlivu ukazatele x
%	procenta
Σ	suma
>	větší než
<	menší než
\geq	větší nebo rovno
\leq	menší nebo rovno
&	and (a)

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....
jméno a příjmení studenta

Seznam příloh

Příloha 1	Váhy indexu IN95 pro jednotlivé OKEČ
Příloha 2	Rozvaha PRO.MED.CS Praha a.s. za období 2006 - 2010 (v tis. Kč)
Příloha 3	Výkaz zisku a ztráty PRO.MED.CS Praha a.s. za období 2006 - 2010 (v tis. Kč)
Příloha 4	Horizontální analýza rozvahy PRO.MED.CS Praha a.s. za období 2006 - 2010
Příloha 5	Vertikální analýza rozvahy PRO.MED.CS Praha a.s. za období 2006 - 2010
Příloha 6	Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty PRO.MED.CS Praha a.s. za období 2006 - 2010
Příloha 7	Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty PRO.MED.CS Praha a.s. za období 2006 - 2010
Příloha 8	Pyramidový rozklad EVA-Equity podniku za období 2006 - 2010 – výpočty
Příloha 9	Pyramidový rozklad EVA-Equity podniku za období 2006 - 2010 – schéma
Příloha 10	Analýza citlivosti vlivů pyramidové soustavy EVA-Equity podniku v období 2006 až 2010 – funkcionální metoda